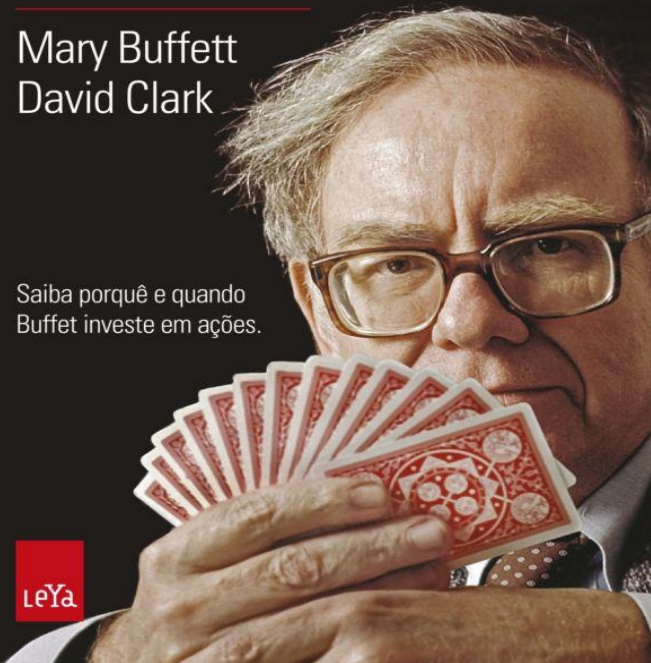


As escolhas de **WARREN BUFFETT**

Mary Buffett
David Clark

Saiba porquê e quando
Buffet investe em ações.





Ficha Técnica

Copyright © 2011 by Mary Buffett e David Clark
Todos os direitos reservados.

Esta edição foi publicada de acordo com a
Scribner, uma divisão da Simon & Schuster, Inc.

Tradução para a língua portuguesa © 2014 by
Texto Editores Ltda.

Título original: *The Warren Buffett Stock
Portfolio — Warren Buffett Stock Picks: Why and
When He is Investing in Them*

Diretor editorial: Pascoal Soto

Editora executiva: Maria João Costa

Produção editorial: Equipe LeYa

Preparação: Renata de Mello do Vale

Revisão: Jane Pessoa

Capa: Ideias compeso

Diretor de produção gráfica: Eduardo dos
Santos

Gerente de produção gráfica: Fábio Menezes

Dados Internacionais de Catalogação na
Publicação (CIP)

Angélica Ilacqua CRB-8/7057
Buffett, Mary

As escolhas de Warren Buffett / Mary Buffett,
David Clark; tradução de Lúcia Brito. – São Paulo:
LeYa, 2014.

ISBN 9788544100370

Título original: *The Warren Buffett stock portfolio*

1. Economia 2. Investimentos 3. Negócios 4.
Buffett, Warren, 1930- I. Título II. Clark, David III.
Brito, Lúcia

14-0286 CDD–332.6

Índices para catálogo sistemático:

1. Investimentos

2014

TEXTO EDITORES LTDA.

Uma editora do Grupo LeYa

Rua Desembargador Paulo Passaláqua, 86
01248-010 — Pacaembu — São Paulo — SP

www.leya.com.br

Para Miranda

E para Hunter

Introdução

Nesses tempos tão turbulentos, achamos que o melhor seria começar com uma citação de Warren Buffett na época da recessão de 1990-1991:

Entretanto, temores de um desastre imobiliário na Califórnia semelhante ao da Nova Inglaterra fizeram o preço da ação do Wells Fargo cair quase 50% em poucos meses durante 1990. Embora tivéssemos comprado algumas ações pelos preços predominantes antes da queda, recebemos bem o declínio porque ele nos permitiu adquirir muito mais ações pelos novos preços de

pânico.

Investidores que pretendem ser compradores contínuos de investimentos ao longo da vida devem adotar uma atitude semelhante em relação às flutuações do mercado; em vez disso, muitos ficam illogicamente eufóricos quando o preço das ações sobe e infelizes quando cai.

Warren sempre afirmou que o momento de comprar ações é quando ninguém mais as quer. Na recessão de 2008-2009 tivemos essa oportunidade, e, para aqueles de nós que se aventuraram dentro do abismo, as recompensas foram formidáveis. Ao olharmos o final de 2011 e início de 2012, vimos de novo preços de ações com índices preço/lucro que não

víamos desde o início da década de 1980. A Coca-Cola era negociada por dezesseis vezes o valor do lucro por ação; em 1999 era negociada a 47 vezes o valor do lucro por ação. A poderosa Wal-Mart era negociada a um P/L de doze; em 2011 era negociada a um P/L de 38. A Procter & Gamble era vendida a um P/L de dezesseis; em 2000 era negociada a um P/L de 29. O que isso significa?

Ao entrarmos no quinto ano do que muitos economistas chamam de a Grande Recessão, verificamos que algumas das empresas mais surpreendentes — aquelas com fantásticos fatores econômicos de longo prazo operando a seu favor —

eram negociadas a preços e índices preço/lucro que ofereciam aos investidores oportunidades reais de aumentar sua fortuna. Não estamos falando de oportunidades de ganhos rápidos. Estamos falando de ganhar dinheiro para valer no longo prazo, com taxa composta anual de retorno em uma faixa conservadora entre 8% e 12% por dez anos. É isso que o mercado nos oferece agora. O pessimismo sobre a situação bancária na Europa e o desemprego nos Estados Unidos criaram a tempestade perfeita para baixar os preços das ações e oferecer algumas grandes oportunidades aos investidores que se

orientam pelo valor.

Em nosso livro *Warren Buffett and the Interpretation of Financial Statements* observamos as declarações de uma companhia para descobrir se ela possui ou não o que Warren chama de “vantagem competitiva duradoura”, que nos mostra se uma companhia tem bons fatores econômicos de longo prazo operando a seu favor. Neste livro, examinamos apenas companhias que Warren já identificou como possuidoras de vantagem competitiva duradoura. São as companhias que ele comprou para si e para sua holding, a Berkshire Hathaway, como investimentos de longo prazo. Em decorrência da recessão, essas

companhias estão sendo de novo vendidas a preços que oferecem grandes perspectivas de crescimento em longo prazo.

Nossa principal preocupação consiste em mostrar como avaliar companhias, de modo que você possa elaborar uma projeção conservadora quanto ao tipo de retorno futuro que um investimento oferece mediante seu atual preço de mercado. No mundo de Warren, à medida que os preços das ações diminuem, as perspectivas de investimento aumentam. Atribuir números a essas perspectivas revela se a ação é uma compra atraente ou não.

Começamos com uma breve história

da estratégia de investimento de Warren, e a seguir explicamos como interpretar o histórico do lucro por ação e do valor contábil por ação de uma companhia. Isso nos permite identificar rapidamente uma companhia com vantagem competitiva duradoura e projetar a taxa composta anual de retorno que um investimento oferece. Na sequência analisamos de forma detalhada dezessete investimentos da atual carteira de ações de Warren, elaborando um estudo de caso e avaliando cada companhia. Também examinamos rapidamente os investimentos feitos por outros três gestores de investimento da Berkshire.

Historicamente, temos motivos para

acreditar que nossas projeções para dez anos são acuradas sob condições de negócios normais. Mantivemos projeções conservadoras ao longo de todo este livro.

No final da leitura, você será capaz de determinar rapidamente se uma companhia possui vantagem competitiva duradoura, e se a ação da companhia tem um preço atraente ou não.

Atualmente, a Berkshire Hathaway conta com quatro pessoas “que captam ações” para seu portfólio. No topo está Warren Buffett, que toma 99% das decisões de investimento da Berkshire. Na sequência, Charlie Munger, que

frequentemente discute investimentos com Warren e cujo entusiasmo colocou a Berkshire em alguns investimentos inusitados. Há também os recém-chegados Todd Combs, que Warren contratou em 2010 para ajudá-lo a selecionar ações para a Berkshire, e Ted Weschler, que entrou oficialmente na Berkshire no início de 2012 como gestor de portfólio. A maior parte desta obra trata apenas das companhias nas quais Warren Buffett investiu pessoalmente e/ou decidiu que a Berkshire investiria. No final do livro, para os que tiverem curiosidade, apresentamos de forma rápida os respectivos estilos de investimento de Charlie Munger, Todd Combs e Ted

Weschler e suas contribuições para a carteira da Berkshire.

Assim, sem mais demora, vamos dar início à nossa exploração do portfólio de ações de Warren Buffett.

Mary Buffett & David Clark

CAPÍTULO 1

História e evolução da estratégia de investimento de Warren Buffett

Entender a genialidade de Warren Buffett para investimentos não é lá muito difícil. Entretanto, com frequência ela é contraintuitiva às teorias de investimento e estratégias

que 99% dos investidores seguem. O que há de contraintuitivo nos métodos de Buffett? Bem, quando os outros se apressam em vender ações, Warren faz compras seletivas. A palavra-chave aqui é “seletivas”. Quando Warren compra, ele escolhe o que há de melhor — companhias que possuem uma “vantagem competitiva duradoura”.

E, quando o mundo inteiro está contando sua riqueza depois de comprar no *bull market*, encontramos Warren vendendo no mercado em ascensão, consolidando uma ampla posição de caixa. Nos dois ou três anos que compõem o auge de um *bull market*, é provável encontrarmos

Warren inativo por ali — sem fazer nada —, ao que parece deixando passar todo o dinheiro fácil oferecido pela aparentemente infundável alta nos preços das ações.

De fato, no auge dos dois últimos *bull markets*, os analistas de investimento da ocasião apontaram o dedo para Warren, proclamando que ele havia perdido o jeito ou estava em fim de carreira. Todavia, quando aqueles mercados enfim colapsaram, e as massas estavam se desfazendo de suas ações, quem encontramos no fundo do poço dos investimentos pegando algumas das maiores companhias do mundo a preço de

banana? Warren Buffett.

No princípio, a estratégia de Buffett era sair do mercado quando começava-se a chegar ao frenesi de compras, como no final da década de 1960. Nos últimos anos, ele simplesmente parou de comprar quando os preços ficaram altos demais, e deixou o dinheiro acumular-se na Berkshire Hathaway, esperando para tirar vantagem da inevitável derrocada no preço das ações. O entendimento superior de Warren a respeito das forças microeconômicas que impulsionam empresas individuais lhe permite pegar futuras vencedoras no amontoado de destroços. Ele compra companhias que têm a seu favor fatores econômicos de

qualidade no longo prazo. Essas empresas excepcionais rendem investimentos superiores no longo prazo, em vinte a quarenta anos.

Quando o mercado de ações colapsa, Warren compra companhias que têm bons fatores econômicos operando a seu favor — companhias que ele vende quando o mercado e os preços de suas ações se recuperam. Isso lhe proporciona capital para futuros investimentos. Ele também investe em “eventos” únicos que podem — em curto prazo — empurrar o preço da ação de uma companhia para menos do que sua economia de longo prazo a faz valer. E ele é um grande jogador no

campo da arbitragem, o qual também gera grandes volumes de dinheiro.

A chave do sucesso de Buffett começa em ter dinheiro quando os outros não têm. Aí ele espera. Quando o mercado de ações está colapsando e oferecendo empresas excelentes a preço de banana, ele entra para comprar. A seguir, se fixa nas empresas realmente boas enquanto o mercado sobe, vendendo as empresas médias e deixando o dinheiro acumular. Por fim, quando o mercado começa a se deslocar para o pico, ele deixa o rendimento excedente de dividendos e vendas de ações se acumular em sua conta de caixa — mantendo apenas as companhias com

vantagem competitiva duradoura, que ajudarão a deixá-lo riquíssimo no longo prazo. (Warren deixa a receita em dinheiro de todas as empresas da Berkshire se acumular. Investidores individuais deixariam o rendimento excedente obtido acumular-se em sua conta remunerada.)

Warren repetiu esse ciclo muitas e muitas vezes, a ponto de possuir um enorme portfólio com algumas das melhores empresas que já existiram e, no processo, tornou-se a terceira pessoa mais rica do mundo.

O que este livro fará por você como investidor é mostrar as companhias que Warren identificou como

possuidoras de vantagem econômica no longo prazo e nas quais ele mantém investimentos. Também mostra como avaliar as companhias para ajudar a determinar se o preço que você paga hoje — ou em algum momento no futuro — lhe proporcionará uma taxa de retorno atraente.

A evolução de Warren:
De comprador de pechinchas
de curto prazo
a investidor em vantagem
competitiva duradoura
de longo prazo

No começo de sua carreira, Buffett foi influenciado pelo decano de Wall Street, Benjamin Graham, que desenvolveu o que hoje é conhecido como investimento em valor. Originalmente, Graham era um analista de valores em busca de situações subestimadas em títulos. Então começou a aplicar suas teorias às ações comuns — ele identificava “empresas” que julgava serem subestimadas pelo mercado de ações, comprava-as e as mantinha por três anos na esperança de que o mercado acionário as reavaliasse para mais. Entretanto, nos crashes de 1929 e

1932, Graham foi quase destruído. Ele permaneceu no jogo, prometendo a seus investidores reaver o dinheiro que havia perdido; no rastro da Grande Depressão, ele se viu em um campo muito fértil de companhias cujos preços das ações haviam sido dizimados, mas que estavam se recuperando.

O impacto da Grande Depressão no preço das ações foi esquecido há muito, mas o que aconteceu de 1929 a 1932 foi que o Dow Jones Industrial Average (DJIA) perdeu cerca de 88% do valor, caindo de 380 para 43. Se acontecesse hoje, veríamos um declínio de 12 mil para cerca de 1,5 mil no DJIA. Esse impacto foi tão

poderoso no preço das ações que somente 24 anos depois — em 1956 — o DJIA retornou ao pico de 380 de 1929.

A queda no preço das ações de 1929 a 1932 prefigurou uma destruição da economia mundial diferente de qualquer situação que tenhamos experimentado desde então. Até mesmo empresas boas e fortes deixaram de ter demanda para seus produtos. À medida que a procura caía, elas demitiam pessoal e cortavam a produção, mandando a economia ainda mais para o fundo do poço. Quando a economia começou a melhorar, as companhias mais fortes

— fabricantes de produtos de marca —, as que possuíam algum tipo de vantagem competitiva duradoura, viram os preços de suas ações melhorarem bem mais rápido que as companhias de segunda e terceira linha. De fato, muitas dessas companhias de segunda e terceira linha — empresas de menor calibre que não tinham uma vantagem competitiva duradoura — não veriam uma retomada no preço de suas ações até os *bull markets* dos anos 1950 e 1960.

Foi nessas fileiras de empresas de segunda e terceira linha, companhias das quais a maioria dos investidores jamais ouvira falar, que Graham teve condições de realmente aplicar sua

arte nas décadas de 1930, 1940 e 1950, pois foram os preços das ações dessas companhias que definharam na esteira da Grande Depressão. Foi também nessa segunda e terceira linha de empresas que Warren começou a investir em pechinchas “grahamianas”.

O que aconteceu foi que depois do crash do mercado acionário de 1929-1932, as empresas maiores e mais fortes de primeira linha, que dispunham de vantagens competitivas duradouras, fizeram a retomada econômica de maneira mais rápida, e o mesmo aconteceu com o preço de suas ações. Mas o público investidor como

um todo, tendo perdido uma enorme quantidade de riqueza no grande crash de 1929-1932, esquivou-se do mercado acionário e ficou desconfiado das empresas de segunda e terceira linha. Com o passar do tempo essas empresas ficaram melhores, e algumas se saíram realmente bem, mas o preço de suas ações seguia devagar. Isso não era incomum para Graham literalmente comprar essas companhias por menos do que valiam. Embora tivessem melhorado, todo mundo as ignorava — exceto aqueles como Graham. Warren viu o tipo de investimento em “valor” de Graham como uma oportunidade de “comprar um dólar por cinquenta centavos”, e o que ele fez foi comprar.

Warren praticou nesse lucrativo campo de jogo durante boa parte dos anos 1950 e 1960, labutando nas então chamadas “pink sheets”, que constituíam uma publicação diária (em papel cor-de-rosa) de cotação de ações de empresas de segunda e terceira linha negociadas em balcão. Era onde Graham e Warren iam à procura de “pechinchas”. À medida que o mercado acionário começou a atrair de novo os investidores individuais que haviam fugido em massa durante o grande crash, até mesmo os preços das ações subestimadas de segunda e terceira linha começaram a subir. O retorno do

“investidor miúdo” nos anos 1960 impulsionou os preços das ações para novos patamares, deixando Warren e seus investidores ricos.

O crash de 1973-1974

No final dos anos 1960, à medida que o mercado subia mais e mais, Warren encontrava cada vez menos o que comprar. O reservatório de pechinchas de companhias de segunda e terceira linha estava começando a secar. Isso significava que Warren estava encontrando menos oportunidades de ganhar dinheiro no

mercado de ações. Aqueles dias em que se conseguia comprar um dólar por cinquenta centavos tinham acabado.

Outra questão incomodava Warren. Não só era mais difícil encontrar companhias subestimadas para se investir, como o mercado acionário estava atingindo patamares vertiginosos. Ações de consumo popular, como Avon, eram negociadas constantemente entre cinquenta e setenta vezes o valor do lucro por ação. Warren, estudioso de história financeira, sabia que isso não poderia durar para sempre, que a bolha eventualmente estouraria, e os preços das ações despencariam. Ele também sabia que sair de um mercado em alta

era o que Graham havia deixado de fazer no final da década de 1920. Graham fora apanhado pelo dinheiro fácil do *bull market* dos anos 1920, que o havia levado até o topo e para além do limite — fazendo com que ele e seus clientes perdessem uma quantidade significativa de dinheiro. Graham era um gênio para encontrar pechinchas, mas não tinha conhecimento suficiente para sair da mesa quando a coisa esquentava demais.

Em 1969, Warren fez o que Graham deixou de fazer em 1929: trocou suas fichas por dinheiro e saiu do jogo. Ele fechou sua sociedade de investimentos,

entregou aos investidores seus lucros significativos, vendeu seu portfólio de investimentos, transformou-o em dinheiro e não fez nada por três longos anos. Como ele disse, ficou “de braços cruzados” enquanto o resto da comunidade investidora fazia toneladas de dinheiro fácil. Conforme Buffett disse muitas vezes, aqueles foram os três anos mais longos de sua vida, mas ele não se mexeu — guardou o dinheiro.

Então, no início de 1973, a especulação atingiu o cúmulo da loucura, os preços do petróleo explodiram, as taxas de juros foram de 5% para 10% e aí tudo começou a cair rapidamente. Ao longo de um ano e

meio, o DJIA perdeu mais de 45% do valor.

Warren saiu do mercado em 1969, mas é interessante notar que seu amigo e parceiro de negócios Charlie Munger, que na época dirigia seu próprio fundo hedge, permaneceu, e cometeu o mesmo erro que Graham havia cometido em 1929. O crash de 1973-1974 custou aos sócios de Munger 53% de seu investimento. Se você tivesse 1 milhão de dólares investidos com Munger no começo de 1973, ao final de 1974 suas posses teriam diminuído para US\$ 466.485. A experiência foi tão horrorosa para Munger que, depois que o mercado

começou a reagir em 1976 e ele recuperou para os sócios parte do dinheiro que havia perdido, ele fechou seu fundo hedge.

Quando o mercado colapsou em 1973 e algumas das maiores companhias dos Estados Unidos estavam sendo vendidas a preço de banana, Warren estava “com tudo em cima”. Como ele disse a respeito daquele período: “Me senti como um homem faminto por sexo em um harém”. No final de 1974, ele estava de volta ao mercado. Mas dessa vez não estava comprando pechinchas grahamianas; estava atrás de coisa boa, companhias com vantagem competitiva duradoura — companhias

que o deixariam riquíssimo em longo prazo.

Foi no final dos anos 1960 que Warren começou a perceber que muitas das pechinchas grahamnianas que ele estivera comprando por cinquenta centavos a cada dólar não passavam, como ele disse, de guimbas de cigarro descartadas com apenas uma ou duas tragadas restantes — o que as tornava péssimos investimentos de longo prazo. O que ele descobriu foi que o mundo dos negócios era composto por duas entidades empresariais muito distintas. Havia companhias com fatores econômicos de medianos a medíocres operando a

seu favor — a vasta maioria das empresas, que perfaziam investimentos de longo prazo ruins. E havia um número muito menor de companhias que possuíam tremendos fatores econômicos empresariais operando a seu favor, o que Warren chama de vantagem competitiva duradoura de longo prazo. É essa vantagem competitiva que lhes permite produzir resultados superiores tanto como negócios quanto para seus investidores ao longo de um amplo período.

Em 1973, Warren estava ocupado comprando. Mas não as pechinchas grahamnianas que havia comprado no passado. Estava comprando companhias que tinham vantagem

competitiva duradoura, que, se as conservasse por um longo período de tempo, fariam dele uma das pessoas mais ricas do mundo.

Quando sobreveio o crash de 1973, Warren estava comprando ações de algumas das melhores companhias dos Estados Unidos a um baixíssimo preço. Foi em 1973 que Warren adquiriu 1.727.765 ações da Washington Post Company por US\$ 6,36 cada, a um custo total de US\$ 11 milhões. Hoje esse investimento vale aproximadamente US\$ 616 milhões, um aumento de 5.500% no valor, equivalente a uma taxa composta anual de retorno de 11,17% por 38 anos — o

que provocaria um sorriso gigantesco no rosto de qualquer investidor.

Pois bem, há uma lição importante para se aprender aqui

Warren saiu do mercado em 1969, quando sentiu que os preços estavam para lá de exorbitantes, e manteve seus investimentos em dinheiro. Investidores profissionais riram dele enquanto o mercado subia cada vez mais. Porém, quando o mercado colapsou em 1973 e 1974, Warren tinha mais do que o suficiente para

tirar proveito dos preços superbaixos de algumas companhias realmente ótimas.

2007 — Déjà-vu de tudo de novo

Agora avancemos para 2007. Warren acha que o mercado está em alta excessiva e deixa o dinheiro acumular-se dentro da Berkshire Hathaway até o montante de US\$ 37 bilhões, tornando-a uma das companhias mais ricas em caixa do mundo. Os investidores profissionais de Wall Street mais uma vez

questionavam sua sabedoria por estar tão “abarroado” de dinheiro. Porém, quando sobreveio o crash em 2008, e os principais bancos de investimento e instituições financeiras tombaram como um castelo de cartas, a quem recorreram? Ao homem cheio da grana — Warren Buffett. Ele pegou o dinheiro da Berkshire e mais uma vez comprou importantes posições em algumas das maiores empresas dos Estados Unidos. Esses foram os negócios de uma vida. A gigante industrial General Electric vendeu à Berkshire o equivalente a US\$ 3 bilhões em ações preferenciais, pagando um dividendo anual de 10% e incluindo garantias à Berkshire para

comprar US\$ 3 bilhões adicionais em ações ordinárias da GE por US\$ 22,50 cada durante cinco anos. (O que significa que a Berkshire tinha uma opção para comprar o equivalente a US\$ 3 bilhões de dólares de ações ordinárias da GE a US\$ 22,50 cada até 2013.) Buffett fez acordo semelhante com o Goldman Sachs, o banco de investimento mais poderoso do mundo: ele comprou US\$ 5 bilhões em ações preferenciais que pagam dividendo anual de 10% e obteve uma opção de comprar de outros US\$ 5 bilhões em ações ordinárias do Goldman Sachs a US\$ 115 cada. Warren também fez um negócio com a Swiss Re, segunda

maior companhia de resseguros do mundo, de US\$ 2,5 bilhões em ações preferenciais conversíveis que pagavam uma taxa de juros anual de 12%. Embora esses acordos preferenciais não estivessem disponíveis para nós, Warren também estava ocupado apoderando-se de ações da Burlington Northern (agora BNSF Railway Co.) e do Wells Fargo — que estavam. Muitos artigos sobre as compras de ações de Buffett dizem que ele compra ações preferenciais sob termos muitos generosos, inclusive garantias duradouras de comprar ações ordinárias por um preço atraente. De fato, isso é verdade apenas em uma pequena parte dos investimentos que

ele historicamente fez.

E onde estavam todos os devotos do investimento em valor que faziam adorações no templo de Benjamin Graham durante a crise financeira de 2007? Perdendo dinheiro com todos os demais, assim como Benjamin Graham fizera em 1929 e 1932.

Vamos entrar na dinâmica real de compra e venda mais adiante neste livro, mas lembre-se: caso Warren não tivesse saído por completo do mercado em 1969, também teria perdido uma larga fatia do dinheiro dele e de seus investidores.

Também queremos que você considere o fato de que, nos colapsos

do mercado, Warren não compra as pechinchas grahamnianas de seus tempos de novato na carreira de investidor; em vez disso, concentra-se nas empresas excepcionais — aquelas com vantagem competitiva duradoura.

Pois bem, isso é importante

A filosofia de investimento de Warren é fácil de entender. Crie uma reserva de caixa e faça sua alocação quando os preços estiverem mais a seu favor. Warren faz isso em termos de companhias individuais. Ele não observa o mercado — ele observa o

preço da ação de uma companhia, e fica de olho em uma série de empresas diferentes. Ele pega os melhores preços em um verdadeiro mercado em baixa — como no caso da Washington Post Company; em recessão industrial — como no caso da Wells Fargo; ou em um evento único que dizima as ações de uma companhia — como no caso da American Express.

O que ele quer é possuir companhias que tenham algum tipo de vantagem competitiva duradoura sobre a concorrência. Quer possuir essas companhias por tanto tempo quanto possível e comprá-las pelo menor preço possível. O que geralmente acontece durante um *bear market*. Uma

vez que Warren se apodera de uma dessas superempresas, mantém a posição enquanto os fatores econômicos subjacentes da companhia não mudam.

Assim, o modelo é bastante simples: deixe o dinheiro acumular-se, identifique as companhias com vantagem competitiva duradoura e então compre no *bear market* — e conserve por um longo prazo. Parece fácil, não é? O problema é que a maioria dos investidores está condicionada a comprar no *bull market*. Isso significa que nunca tem um estoque de dinheiro à mão, ou seja, quando sobrevém o *bear market*, eles

perdem dinheiro, ficam aborrecidos e não têm o caixa necessário para tirar proveito de todos os ótimos preços.

Como dissemos inicialmente, a estratégia de Warren é contraintuitiva ao que o resto do mercado faz — quando os outros estão vendendo, ele está comprando. Quando os outros celebram a riqueza do mercado em alta, ele resguarda o dinheiro de modo a ter poder de fogo financeiro em abundância quando sobrevier o próximo mercado em baixa.

No mercado em baixa ou em pânico, Warren usa seu conhecimento superior da empresa para comprar companhias que possuam fatores econômicos superiores de longo prazo operando a

seu favor.

Se seguirmos a estratégia de investimento de Warren, vamos nos ver correndo para o mercado quando os outros estiverem correndo dele. Vamos nos ver voltados para o dinheiro enquanto os outros se voltam para as ações. Vamos nos ver mais sensíveis a preços, em vez de sensíveis ao mercado. E tudo isso se torna possível porque sabemos O QUE comprar e QUANDO comprar.

Este livro discorre sobre O QUE comprar, e trapaceamos um pouquinho: vamos tratar apenas das companhias que Warren já identificou como possuidoras de vantagem competitiva

duradoura, as que já estão no portfólio dele. Vamos falar um pouquinho sobre as características das diferentes companhias e então mostrar como avaliar essas companhias, tendo em vista seu atual preço de mercado. Usando essa informação, você será capaz de saber se a companhia em questão é ou não um investimento atraente. Vamos começar com o fato pouco conhecido de que Warren gosta de companhias antigas.

CAPÍTULO 2

Warren gosta de companhias antigas

Uma vantagem competitiva duradoura ou de longo prazo em um setor estável é o que buscamos em uma empresa.

Warren Buffett

Procuro empresas sobre as quais penso poder prever como estarão daqui a dez ou quinze anos. Veja

*o chiclete Wrigley's. Não creio
que a internet vá mudar o fato
de as pessoas mascarem chiclete.*

Warren Buffett

Warren tem um ditado: “Produtos previsíveis equivalem a lucros previsíveis”, e é essa previsibilidade nos lucros de uma companhia que lhe permite calcular rapidamente se a empresa possui vantagem competitiva duradoura ou não. Ao determinar a previsibilidade, uma das primeiras coisas que Warren faz é olhar quanto antigos são os produtos ou serviços da companhia. Uma companhia que vende o mesmo produto ou serviço com nome

de marca há mais de cinquenta anos possui uma vantagem competitiva duradoura operando a seu favor.

Quando olhamos o portfólio de ações de Warren, vemos que está cheio de companhias muito antigas vendendo os mesmíssimos produtos e serviços. Por exemplo: o biscoito recheado Oreo, da Nabisco-Kraft — o mais vendido dos Estados Unidos — está no mercado desde 1912; a Kraft está no ramo do queijo embalado desde 1903. A American Express, favorita de Buffett há tempos, começou em Nova York nos idos de 1850, e o Wells Fargo, seu banco preferido, foi fundado em 1852. A Coca-Cola foi

vendida pela primeira vez em 1886. A Procter & Gamble começou a vender sabonete em 1837, e os curativos cirúrgicos da Johnson & Johnson chegaram ao mercado em 1887. A gigante farmacêutica GlaxoSmithKline é resultado da fusão da GlaxoWellcome, fundada em 1880, e SmithKline Beecham, que abriu sua primeira farmácia em 1830. Wal-Mart e Costco são as mais novas do portfólio de Warren, com a Wal-Mart tendo começado em 1962 e a Costco em 1983.

Por que ANTIGUIDADE é tão importante para Warren? Tem a ver com o produto ou serviço que a companhia vende. Pegue a Coca-Cola

como exemplo: a Coca produz e vende o mesmo produto há bem mais de cem anos. Gasta muito pouco em pesquisa e desenvolvimento e só tem que substituir o maquinário de produção quando este se desgasta. Isso significa que a companhia obtém o máximo uso econômico de suas instalações e equipamentos antes de ter que substituí-los.

Compare a Coca-Cola com uma companhia como a Intel, que tem que gastar bilhões em pesquisa e desenvolvimento todo ano apenas para permanecer competitiva em seu setor. Se deixar de investir os bilhões em P&D, em três ou quatro anos os

processadores de computador que a Intel vende estarão ultrapassados e serão inúteis. Esse é um dos motivos pelos quais Warren manteve-se distante da indústria de computadores, não importando o quanto suas ações pareçam boas — o setor muda rápido demais e é difícil de entender. No negócio de computadores e softwares a estrada à frente nunca é muito clara, e se Warren não consegue ver um longo trecho à frente, ele simplesmente não segue esse caminho.

Antiguidade também vai da natureza do produto. Você acha que, se a Coca tem vendido o mesmo produto nos últimos cem anos, estará vendendo-o daqui a dez ou vinte anos? Você

apostaria que daqui a cinquenta anos as crianças do mundo inteiro ainda estarão comendo biscoitos Oreo? Warren está apostando que daqui a cinquenta anos as crianças ainda estarão separando as bolachas Oreo, lambendo o recheio e molhando-as no leite com o mesmo prazer que tiveram nos últimos cem anos. E, enquanto fizerem isso, Warren estará ganhando dinheiro.

Existe outra coisa importante na ANTIGUIDADE — a previsibilidade do fluxo de lucro. Uma vez que um produto como a Coca-Cola se estabelece em um país, o fluxo de lucro torna-se bastante consistente, e a

receita da companhia em função de seus produtos tem uma certa previsibilidade. Para Warren, a idade e a consistência do lucro de uma companhia são bons indicativos de que ela possui uma vantagem competitiva duradoura operando a seu favor.

CAPÍTULO 3

Consistência no lucro

Uma companhia que possui vantagem competitiva duradoura vai mostrar consistência no lucro ao longo de vários anos. Isso é reflexo dos fatores econômicos subjacentes da empresa. Warren descobriu que companhias que não mostram consistência no lucro em longo prazo, de modo geral, revelam-se fracos investimentos de longo prazo. Vejamos o histórico de dez anos de

lucro de companhias com vantagem competitiva duradoura que estão no portfólio de Warren.

Histórico de lucro

Warren descobriu que um dos primeiros identificadores da companhia com vantagem competitiva duradoura é um histórico de lucro que mostre consistência e forte tendência ascendente por um período de dez anos.

Ele também aprendeu que, se uma companhia possui um histórico de lucro errático, é mais provável que

seja do gênero que produz o que ele chama de produto tipo commodity, um produto que não possui identificação de marca e que compete no mercado unicamente com base no preço. Um exemplo perfeito seria a madeira, mas a categoria estende-se para voos de linhas aéreas; as companhias aéreas tendem a competir no preço, com a vitória do assento mais barato. A segunda categoria de companhias que possuem históricos erráticos de lucro são as que fabricam produtos com necessidade constante de atualização e novo design para permanecerem competitivas junto à concorrência. Temos aqui todo o setor das companhias de alta tecnologia, que

experimentam um ciclo após outro de boom e falência.

Nossa companhia com vantagem competitiva duradoura terá um histórico de dez anos de lucro semelhante a companhias com vantagem competitiva duradoura — como Procter & Gamble, Coca-Cola e Johnson & Johnson — nas quais Warren já investiu.

Procter & Gamble

De 2001 a 2011, a Procter & Gamble aumentou seu lucro por ação em 155%, de US\$ 1,56 para US\$ 3,98,

com lucro total de US\$ 30,78 por ação no período. Agora examine com atenção o histórico do lucro por ação da companhia. Ele mostra grande consistência e força ascendente, que é o que Warren procura. É um dos sinais da presença de vantagem competitiva duradoura.

Lucro por ação da Procter & Gamble

ANO	LPA (US\$)	
2011	3,98	
2010	3,53	
2009	3,58	
2008	3,64	
2007	3,04	

2006	2,76
2005	2,53
2004	2,32
2003	2,04
2002	1,80
2001	1,56

Coca-Cola

Agora vejamos a Coca-Cola. De 2001 a 2011, a Coca aumentou seu lucro por ação em 140%, de US\$ 1,60

para US\$ 3,85, com lucro total por ação de US\$ 27,52 no período, uma tendência ascendente bastante borbulhante.

Lucro por ação da Coca-Cola

ANO	LPA (US\$)
2011	3,85
2010	3,49
2009	2,93
2008	3,02
2007	2,57
2006	2,37
2005	2,17
2004	2,06

2003	1,95
2002	1,65
2001	1,60

Johnson & Johnson

Ao examinar a Johnson & Johnson, podemos ver que de 2001 a 2011 a companhia teve um aumento de 154% no lucro por ação — de US\$ 1,91 para US\$ 4,85, sem nunca ter um ano de perda e lucrando um total de US\$ 40,16 por ação no período, mostrando

também uma sólida tendência ascendente.

Lucro por ação da Johnson & Johnson

ANO	LPA (US\$)
2011	4,85
2010	4,76
2009	4,63
2008	4,57
2007	4,15
2006	3,76
2005	3,50
2004	3,10

2003	2,70
2002	2,23
2001	1,91

Vamos agora comparar o histórico de lucros de outras companhias de renome que sem dúvida são empresas do tipo commodity: United Continental, holding aérea; Ford Motor, montadora de carros e caminhões; e Advanced Micro Devices, fabricante de chips de computador. Essas três companhias vendem produtos ou serviços em mercados com competição pesada de

outros fabricantes ou prestadores de serviço. Diante da competição tão intensa, seu quadro de rendimento por ação é bastante desanimador. O que nos diz que, em termos de negócios, elas carecem de qualquer tipo de vantagem competitiva duradoura que resulte em aumento da riqueza dos acionistas ao longo de um grande período de tempo.

Vejamos.

United Continental Holdings

De 2001 a 2011, a United — companhia aérea de nível mundial com

receita anual bruta de US\$ 36 bilhões — apresentou rendimentos erráticos e perdeu US\$ 107,65 por ação em um período de dez anos. Esse é um histórico de lucros que você desejaria para seu pior inimigo.

Lucro por ação da United Continental

ANO	LPA (US\$)
2011	4,75
2010	4,30
2009	−7,49
2008	−13,63
2007	2,32

2006	-0,16
2005	-4,88
2004	-9,87
2003	-15,20
2002	-34,56
2001	-33,23

Ford Motor Company

De 2001 a 2011, a Ford também apresentou um histórico de rendimentos muito errático — perdendo para os acionistas um total

de US\$ 10,10 por ação, o que não é tão ruim quanto a United, mas não é o tipo de histórico de lucro que garanta a faculdade dos filhos.

Lucro por ação da Ford Motors

ANO	LPA (US\$)
2011	2,00
2010	1,66
2009	0,86
2008	-6,50
2007	-1,43
2006	-6,72
2005	0,86
2004	1,59

2003	0,35
2002	0,19
2001	-2,95

Advanced Micro Devices, Inc.

De 2001 a 2011, a Advanced Micro Devices, que compete com a Intel na criação e venda de processadores de computador, mostrou um histórico de rendimentos muito errático, com lucro em apenas quatro nos últimos dez anos

e perda de US\$ 11,92 por ação no período.

Lucro por ação da Advanced Micro Devices, Inc.

ANO	LPA (US\$)
2011	0,55
2010	0,64
2009	0,45
2008	-4,03
2007	-5,09
2006	-0,28
2005	0,37
2004	0,25

2003	-0,79
2002	-3,81
2001	-0,18

Agora, de acordo com o que você acaba de ler, sem considerar o preço que você paga, quais companhias você acredita que o deixarão mais rico em um período de dez anos? A Johnson & Johnson ou a United Continental Airlines? A Coca-Cola ou a Ford Motor Company? A Procter & Gamble ou a Advanced Micro Devices?

Realmente não é muito difícil de

visualizar o benefício econômico de longo prazo que a vantagem competitiva duradoura dá a Johnson & Johnson, Procter & Gamble e Coca-Cola. O truque é ser capaz de identificar essas companhias maravilhosas e então avaliá-las para saber se o preço que estamos pagando é alto demais ou uma pechincha. Um dos conceitos que Warren usa para avaliar essas empresas envolve sua teoria do equity bond.

CAPÍTULO 4

O equity bond de Warren Buffett

Um dos grandes lampejos que Warren Buffett teve é que uma companhia com vantagem competitiva duradoura possui rendimentos tão previsíveis que sua “ação” comum na verdade é um “título” com cupom variável. Ele chama isso de equity bonds.

Bonds são títulos de dívida vendidos

por uma companhia. Os investidores podem comprar o título de uma companhia e receber uma taxa fixa de retorno. Sobre um título de US\$ 100 que pague uma taxa fixa de retorno anual de 10%, o investidor recebe US\$ 10 por ano ao longo da vida do título. Quando o título vence, os pagamentos de juros cessam, e a companhia devolve os US\$ 100 do investidor. Ações, por sua vez, representam o capital da companhia e possuem rendimentos variáveis, que dependem do que a companhia rende em determinado ano. Com títulos, o juro é fixo e certo; com rendimentos existe grande variação, e dentro dessa variação nos rendimentos há uma

grande dose de volatilidade nos preços das ações. A descoberta de Warren foi que uma companhia com vantagem competitiva duradoura possui rendimentos tão previsíveis que a ação na verdade é mais como um título — daí o nome equity bond. O que torna esses equity bonds de vantagem competitiva duradoura tão atraentes é que o mercado acionário periodicamente atribui preços errados a eles em relação a seu valor como investimento de longo prazo.

No mundo de Warren, a “taxa de retorno” do equity bond equivale ao lucro líquido da companhia em determinado ano. Se a ação da

companhia tem valor contábil de US\$ 100 e rendimento anual de US\$ 8 por ação, deduzido o imposto sobre o lucro, Warren considera que o equity bond está produzindo um retorno anual de 8% deduzido o imposto sobre o lucro.

Se a companhia vem aumentando seu lucro líquido a uma taxa anual histórica de 10%, Warren então considera que seu equity bond de US\$ 100 dará a ele uma taxa de retorno inicial de US\$ 8, ou 8% ($\text{US\$ } 8 / \text{US\$ } 100 = 8\%$) e que essa taxa de retorno inicial irá crescer a uma taxa de retorno anual projetada em 10%. Isso significa que, com o passar do tempo, o retorno subjacente do equity bond irá

aumentar.

O equity bond, portanto, torna-se um “equity bond em expansão”, pois, com o passar do tempo, a taxa de retorno sobre o nosso investimento inicial continua “se expandindo” à medida que o lucro bruto da companhia cresce.

Agora, se conseguimos comprar um equity bond de Warren por seu valor contábil, que nesse caso é de US\$ 100 por ação, e ele tem lucro líquido por ação de US\$ 8, podemos dizer que estamos obtendo uma taxa anual de retorno de 8% deduzido o imposto sobre o lucro. Mas raramente compramos as ações dessas grandes empresas pelo valor contábil. É

comum termos que pagar um prêmio, incorporado no atual preço de mercado das ações da companhia. Isso significa que um preço acima do valor contábil por ação vai implicar uma taxa de retorno mais baixa. Assim, em nosso exemplo, se a ação da companhia tem um valor contábil de US\$ 100, mas está sendo vendida a US\$ 150 no mercado, e gastamos US\$ 150 por ação, nossa taxa de retorno cai de 8% para 5,3% ($8 / \text{US\$ } 150 = 5,3$). A US\$ 150 por ação, nosso equity bond de US\$ 100 vai produzir uma taxa de retorno de 5,3%. Mas, calma, porque a coisa fica mais interessante.

Uma vez que estamos lidando com uma companhia com vantagem

competitiva duradoura, cujos rendimentos por ação vêm crescendo a uma taxa anual histórica de 10%, Warren argumentaria que simplesmente compramos um equity bond de US\$ 100 por US\$ 150 que nos dará uma taxa de retorno inicial de oito dólares, equivalentes a 5,3%, e que essa taxa de retorno inicial crescerá até uma taxa anual projetada de 10%. Como investidor, isso é de seu interesse?

Em 2021, os US\$ 8 por ação que ganhamos em 2011, crescendo a 10% ao ano, na teoria terão aumentado para US\$ 20,75. O que nos dá uma taxa de retorno de 13,8%, deduzido o imposto sobre o lucro, em nosso investimento

de US\$ 150 por ação (US\$ 20,75 / US\$ 150 = 13,8%).

Isso funciona na vida real?

Em 1988, usando sua teoria das ações como títulos, Warren fez a Berkshire Hathaway comprar 113,3 milhões de equity bonds (ações) da Coca-Cola a US\$ 5,22 cada. Em 1988 a Coca-Cola tinha valor contábil de US\$ 1,07 por ação e lucro líquido de US\$ 0,36 por ação; tinha também um longo histórico de crescimento consistente nos rendimentos. Warren calculou que estava comprando um equity bond da Coca-Cola que lhe renderia uma taxa de retorno inicial de 6,8% ($0,36 / 5,22 = 0,068$), e que essa taxa de retorno aumentaria com o

tempo, à medida que o lucro da Coca-Cola aumentasse, o que também aumentaria o valor subjacente da companhia e da ação da Coca. Salto para 2011: a Berkshire ainda possui aquelas 113,3 milhões de ações da Coca-Cola, mas a ação da Coca-Cola agora rende US\$ 3,85 e é negociada a US\$ 65, dando a Warren um retorno de 1.145% no investimento de US\$ 5,22 por ação de 1988, o que equivale a uma taxa composta anual de retorno de 11,59% em 23 anos.

Companhias com vantagem competitiva duradoura têm a capacidade de aumentar seu lucro por ação ao longo de um grande período.

Isso provoca um aumento em seu valor intrínseco subjacente, que com o tempo será reconhecido pelo mercado acionário. Warren disse muitas vezes que, enquanto os fatores econômicos fundamentais de uma companhia estão melhorando, ele não se importa se o preço das ações baixa em curto prazo, pois sabe que no fim o mercado vai subir o preço da ação para refletir o aumento do valor intrínseco.

CAPÍTULO 5

Projetando o retorno futuro de um investimento

Vamos começar com uma rápida análise da Coca-Cola no preço de US\$ 65 por ação em 2011. Se conferirmos o histórico de rendimentos da Coca-Cola nos últimos dez anos, podemos ver o seguinte:

Lucro da Coca-Cola por ação

ANO	LPA (US\$)
2011	3,85
2010	3,49
2009	2,93
2008	3,02
2007	2,57
2006	2,37
2005	2,17
2004	2,06
2003	1,95
2002	1,65
2001	1,60

O primeiro passo é simplesmente consultar o panorama do histórico de rendimentos. Está mostrando crescimento consistente? Houve algum ano de perdas? Caso sim, por quê? Aqui podemos constatar de imediato que ao longo dos últimos dez anos a Coca-Cola mostrou uma tendência ascendente consistente.

O passo seguinte é medir a trajetória. Para fazer isso, temos que pegar um período de tempo. Warren prefere usar os números de um histórico de dez anos para fazer uma boa avaliação de uma companhia.

Contudo, se um histórico de rendimentos mais longo estiver disponível, ele também irá usá-lo com prazer.

Aqui temos um histórico de onze anos da Coca-Cola, iniciando em 2001 e terminando em 2011. Em nosso cálculo, 2001 é o ano zero, e 2002 é o ano um. Para determinar a taxa de crescimento da Coca-Cola de 2001 a 2002, podemos usar a função taxa de retorno de uma calculadora financeira ou acessar <http://www.moneychimp.com/calculator> um calculador da taxa de desconto de retorno que se encontra disponível na internet. (Nota: existem muitas calculadoras financeiras na internet, e

todas são gratuitas.)

Insira o rendimento de US\$ 1,60 por ação da Coca-Cola em 2001 como Valor Atual, insira o rendimento por ação de US\$ 1,65 da companhia em 2002 como Valor Futuro, e insira 1 como Número de anos (é um ano do final de 2001 ao final de 2002); então pressione Calcular. Você obterá 3,13%, que é a taxa de crescimento do lucro por ação da Coca-Cola em um ano, de 2001 a 2002.

2002	US\$ 1,65	Valor Futuro (Ano Um)
2001	US\$ 1,60	Valor Atual (Ano Base)
Número de Anos: 1		

É assim que se faz para um ano. Mas, para obter um panorama econômico da Coca-Cola no longo prazo, precisamos determinar qual é a taxa de crescimento da companhia por um período muito maior.

Para fazer isso, inserimos o lucro de US\$ 1,60 por ação da Coca-Cola em 2001 como Valor Atual, inserimos o lucro por ação de US\$ 3,85 da Coca-Cola em 2011 como Valor Futuro, e inserimos 10 como Número de Anos; ao pressionarmos Calcular obteremos 9,18% como taxa de crescimento anual

dos dez anos.

2011	US\$ 3,85	Valor Futuro (Ano Dez)
2001	US\$ 1,60	Valor Atual (Ano Base)
Número de anos: 10		
(Nota: precisamos de onze anos de rendimentos para obter a taxa de crescimento para um período de dez anos. Lembre-se: o ano do Valor Atual é o ano base, e conta como zero. Nesse caso, 2002 seria o ano um e 2011 seria o ano dez).		
Taxa Anual de Crescimento: 9,18%		

Warren pode argumentar que, se paga US\$ 65 por ação da Coca-Cola,

obterá uma taxa de retorno de 5,9% deduzido o imposto sobre o lucro (US\$ 3,85 / US\$ 65 = 0,059). Warren também pode argumentar que essa taxa de retorno inicial de US\$ 3,85 crescerá com o tempo conforme a taxa de crescimento histórico por ação da Coca-Cola, de 9,18%. Pense nisso como um equity bond em expansão — no qual a taxa de juros do título expande-se ao longo de um período de tempo.

Pois bem, essa informação também permitirá a Warren projetar qual será o lucro por ação da Coca-Cola daqui a dez anos (em 2021). Para fazer essa equação, podemos usar uma Calculadora de Valor Futuro

disponível na internet em <http://www.investopedia.com/calculator>

Inserimos US\$ 3,85 como Valor Atual, 9,18% como Taxa de Juro e 10 como número de anos; pressionamos o botão para calcular e obtemos um Valor Futuro de US\$ 9,27. Assim, se a lata da Coca-Cola continuar aumentando seu lucro por ação na taxa histórica de crescimento anual de 9,18%, podemos projetar que no ano de 2021 estaremos ganhando US\$ 9,27 por ação.

Como analistas de investimentos, podemos pegar a projeção de que a Coca-Cola estará rendendo US\$ 9,27 por ação em 2021 e multiplicar isso

por um índice preço/lucro projetado para chegar ao preço de mercado projetado para a ação da Coca-Cola em 2021. Selecionar o índice P/L é um problema sério — se escolhermos um P/L de *bull market*, podemos acabar com uma projeção insanamente alta. Assim, o que temos que fazer é observar os índices P/L da Coca-Cola no histórico dos últimos dez anos e escolher o mais baixo — o que nos dará uma valorização bem mais conservadora. É melhor ser surpreendido para mais do que ter um rude despertar para menos — que é o que pode acontecer se usarmos o índice P/L mais alto do histórico. Para os propósitos deste livro, o índice P/L

que usaremos para calcular todas as valorizações futuras será o mais baixo do período entre 2001 e 2011.

Ao olhar o histórico de índices P/L da Coca-Cola, vemos que percorrem o trajeto que vai de uma alta de 30 em 2001 até uma baixa de 16 em 2009. Em 2011, com sua ação negociada a US\$ 65, a Coca-Cola teve um P/L de 16,88. Contudo, como somos analistas conservadores, usaremos 16 para calcular o lucro futuro por ação da Coca-Cola em 2021.

Se tomarmos o lucro por ação da Coca-Cola projetado para 2021, de US\$ 9,27, e multiplicarmos por 16, teremos um preço de mercado

projetado de US\$ 148,32 por ação.

Agora podemos calcular a taxa de retorno anual projetada para nosso investimento de US\$ 65 por ação em 2011 voltando à nossa Calculadora da Taxa de Retorno em <http://www.moneychimp.com/calculator>

Inserimos US\$ 65 por ação como Valor Atual, que é o que pagamos pela ação em 2011; a seguir colocamos nosso preço de ação projetado para 2021, de US\$ 148,32, como Valor Futuro; adicionamos 10 para o Número de Anos; e clicamos no botão “computar” para obter uma taxa de retorno anual projetada de 8,60% para o período de dez anos.

Valor Atual = US\$ 65

Valor Futuro = US\$ 148,32

Número de Anos = 10

Taxa de Retorno Anual Projetada =
8,6%

A questão então passa a ser: você considera uma taxa de retorno anual de 8,6% atraente?

Componente de dividendo

Com a Coca-Cola, temos um componente de dividendo que pode ser acrescentado a nosso cálculo de valor futuro. A Coca-Cola elevou seu

dividendo todo ano nos últimos dez anos. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 1,88 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 18,80 a nosso valor projetado para 2021, de US\$ 148,32 por ação, empurrando nossa valorização para US\$ 167,12 em 2021, o que aumenta nossa taxa de retorno anual para o período de dez anos para 9,9%.

Um aviso

Temos que acrescentar um aviso importante: esse tipo de projeção de rendimentos futuros só funciona com

companhias que apresentem vantagem competitiva duradoura e histórico de rendimentos consistentes e estáveis. E só pode ser feito com a utilização de índices P/L historicamente baixos. (Tentar usar esse tipo de projeção de rendimentos em longo prazo com uma companhia que possui um histórico errático de lucros — como Ford Motor ou United Continental — pode ser muito perigoso para a saúde do seu portfólio.)

CAPÍTULO 6

Usando o histórico do valor contábil por ação para ajudar a identificar uma companhia com monopólio de consumidores

Há tempos, o valor contábil há tempos tem um lugar no investimento

em valor grahamniano: é calculado a partir do valor patrimonial, tirado do balanço da companhia, e a seguir dividindo-o pelo número de ações em circulação. O valor patrimonial da companhia é calculado subtraindo-se o passivo dos ativos, com a diferença sendo o valor patrimonial. Se você tem US\$ 100 milhões em ativos, menos US\$ 90 milhões em passivos, fica com US\$ 10 milhões de capital. Se a companhia possui US\$ 10 milhões em capital e 1 milhão de ações em circulação, estas têm valor contábil de US\$ 10 cada ($\text{US\$ 10 milhões} / 1 \text{ milhão de ações} = \text{US\$ 10}$). Para facilitar, sempre que você vir “valor contábil”, pense apenas em valor

contábil por ação. Basicamente, valor contábil é valor contábil por ação da companhia.

Warren gosta de destacar que existe uma diferença entre “valor contábil tangível” e “valor contábil”. No cálculo do “valor contábil por ação”, os ativos incluem intangíveis como indulgência; mas no cálculo de “valor contábil tangível por ação”, os intangíveis não são incluídos no cálculo dos ativos, o que baixa o volume de ativos da companhia e, com isso, seu valor contábil tangível. Por que isso é importante? Nos velhos tempos, Warren ganhava a vida comprando companhias que eram

vendidas por menos que seu valor contábil tangível. Mas aqui estamos interessados em usar o crescimento do valor contábil em longo prazo como forma de identificar rapidamente uma companhia com vantagem competitiva duradoura; para tanto, devemos nos embasar no “valor contábil” histórico por ação fornecido por serviços de investimento como Value Line Investment Survey. (Nota: Warren usa o Value Line como fonte de informação financeira há mais de cinquenta anos.)

No caso da própria Berkshire Hathaway, Warren usou o crescimento do valor contábil como método para medir o desempenho econômico da companhia no longo prazo. Não é a

mesma coisa que usar o valor contábil como medida do valor intrínseco de uma companhia — o valor contábil é de US\$ 40 por ação; portanto, o valor intrínseco da companhia é de US\$ 40 por ação. O valor intrínseco de uma empresa é seu fluxo de receita futura descontado do valor atual — um cálculo praticamente impossível de ser feito com alguma precisão. Mas é seguro dizer que, em um determinado dia, o valor intrínseco por ação de uma companhia pode ser muito mais ou bem menos que seu valor contábil. Os dois raramente casam com perfeição.

A maior parte das companhias com vantagem competitiva duradoura

possui um valor intrínseco por ação bem acima de seu valor contábil. Entretanto, existem umas poucas companhias que possuem uma vantagem competitiva duradoura e valor contábil negativo — como a Moody's —, mas esse tipo de empresa é raro e difícil de encontrar. Se você vê uma trajetória ascendente de longo prazo no lucro por ação e um valor contábil negativo, é seguro supor que esteja lidando com uma companhia que possui algum tipo de vantagem competitiva duradoura operando a seu favor.

Aqui estamos usando o crescimento do valor contábil para nos ajudar a medir o crescimento do valor

intrínseco subjacente da companhia. Um método que Warren aprova é o seguinte:

Damos a vocês os números do valor contábil da Berkshire porque hoje eles servem como uma medida de rastreamento aproximado, ainda que significativamente subestimada, do valor intrínseco da Berkshire. Em outras palavras, é provável que a alteração percentual do valor contábil em qualquer ano fique razoavelmente próxima da alteração do valor intrínseco naquele ano.

O crescimento do valor contábil em longo prazo pode ser usado como um método avulso para medir o crescimento em longo prazo do valor

intrínseco de uma empresa. Também pode ser usado para nos ajudar a identificar companhias com vantagem competitiva duradoura. Um dos primeiros fatores que observamos ao procurar uma companhia com vantagem competitiva duradoura é se seu valor contábil está crescendo ao longo do tempo ou não.

Vamos comparar a Coca-Cola com a Ford Motor Company.

De 1995 a 2011, a Coca-Cola mostrou aumento de 579% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 12,72% nos últimos dezesseis anos. Nos últimos dez anos, seu valor contábil por ação cresceu 219%, a uma taxa composta

anual de 12,32%.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	14,60
2010	13,43
2009	10,77
2008	8,85
2007	9,38
2006	7,30
2005	6,90
2004	6,61
2003	5,77
2002	4,78
2001	4,57

2000	3,75
1999	3,85
1998	3,41
1997	2,96
1996	2,48
1995	2,15

De 1995 a 2011, a Ford Motor mostrou um declínio de -86,48% no valor contábil — diminuindo a uma taxa composta anual de -11,76% nos últimos dezesseis anos. Nos últimos dez anos, seu valor contábil por ação

diminuiu -32%, a uma taxa composta anual de -3,82%.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	2,90
2010	0,40
2009	-2,43
2008	-7,22
2007	2,55
2006	-1,83
2005	7,02
2004	8,76
2003	6,36
2002	3,07

2001	4,28
2000	9,75
1999	22,53
1998	20,36
1997	24,83
1996	21,91
1995	21,45

Fica muito claro que, da perspectiva de investimento de longo prazo, a Coca-Cola é uma empresa que está aumentando seu valor intrínseco, enquanto a Ford Motor é uma

companhia cujo valor intrínseco está encolhendo.

Esse teste está longe de ser perfeito — existem muitos motivos para o valor intrínseco de uma companhia encolher que não têm nada a ver com os fatores econômicos subjacentes da empresa. Uma companhia pode promover o *spin-off* de uma subsidiária, o que diminuiria o valor contábil da companhia mãe.

E existem muitos motivos pelos quais o valor contábil de uma companhia pode crescer e que na verdade não têm nada a ver com um aumento no valor intrínseco da companhia — como comprar outra companhia por um preço insanamente

alto, o que alavanca o valor contábil da companhia compradora. Contudo, esses assuntos realmente não nos dizem respeito, pois estamos usando o crescimento do valor contábil a longo prazo como um indicador avulso da presença de vantagem competitiva duradoura, que é o nosso principal interesse. Uma vez que tenhamos identificado sua presença, podemos então mergulhar mais fundo no histórico econômico da companhia para ajudar a determinar se a vantagem competitiva duradoura está mesmo presente. Agora vamos dar uma conferida nas companhias do portfólio de ações de Buffett.

Estudos de casos e avaliações

CAPÍTULO 7

American Express Company

Endereço:

200 Vesey Street

Nova York, NY 10285 EUA

Telefone: (212) 640-2000

Website:

www.americanexpress.com

Setor: pagamentos globais, cartões de compra e de crédito, serviços de

viagem

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1850

Empregados: 58.300

Receita: US\$ 30,2 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 4,85 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 4,05 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação em

dez anos: US\$ 12,2%

Valor contábil por ação: US\$ 16,60
(2011)

Preço de mercado: US\$ 45 por ação
(2011)

Dividendos / Rendimento de 2011:

US\$ 0,72 / 1,37%

Anos das compras da Berkshire:
1994, 1995, 1998, 2000

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 8,44

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: AXP

Em 2011, a Berkshire possuía 151.610.700 ações, ou 12,6% das ações em circulação da American Express compradas no período de 1994 a 2000. Com a ação da American Express negociada a US\$ 45 em 2011, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 6,82 bilhões; com um custo total de US\$ 1,28 bilhão, a Berkshire tinha um ganho de US\$ 5,54 bilhões nesse investimento.

A American Express é uma companhia mundial de serviços financeiros sediada em Nova York; é uma das trinta companhias que compõem o DJIA e é classificada pela *Businessweek* e Interbrand como a 22a marca mais valiosa do mundo. Seus cartões Amex detêm 24% das transações de cartão de crédito dos Estados Unidos, mais do que qualquer outra operadora individual de cartão.

Inaugurada em 1850 por Henry Wells e William Fargo, os mesmos homens que fundaram o Wells Fargo Bank, a American Express originalmente era uma companhia de transporte de correio. Com a expansão

do país para o oeste e a descoberta de ouro na Califórnia, ela entrou para o negócio de ordem de pagamento postal em 1882, para lucrar com a nova necessidade da nação de remeter dinheiro rapidamente entre as costas Leste e Oeste.

Quando C. J. Fargo (irmão mais novo de William) foi para a Europa em 1888, frustrou-se com a dificuldade em conseguir dinheiro usando as tradicionais cartas de crédito, por isso, quando retornou aos Estados Unidos, propôs a ideia dos travelers checks da American Express, o que exigiu o estabelecimento de escritórios e relações bancárias por todo o mundo. O negócio dos travelers checks

também propiciou um *float* para a American Express investir — você paga pelos cheques, mas em geral não gasta o dinheiro por dois ou mais meses. A American Express fica livre para usar seu dinheiro até você precisar dele. A American Express investiu o dinheiro prontamente em dívida comercial de curto prazo vendida por ninguém menos que o Goldman Sachs. Esse “livre uso de caixa” foi um dos motivos para o negócio dos travelers checks ser tão lucrativo.

O cartão American Express foi apresentado aos clientes norte-americanos em 1957, na sequência do

sucesso do cartão rival Diners Club, e foi oferecido no mundo inteiro no início dos anos 1960. O cartão permite à companhia receber uma tarifa do comerciante a cada compra de um cliente feita com o cartão. Pense nisso como uma espécie de taxa de conveniência/benefício que cliente e comerciante têm que pagar. Os clientes pagam uma taxa anual fixa pela conveniência de não ter que carregar dinheiro e receber um resumo mensal para a contabilidade junto com um belo e robusto programa de recompensas para mantê-los usando o cartão. O comerciante paga 2,5% da venda pelo benefício de ter um cliente que entra na loja com uma grande

quantia de crédito para gastar — por meio do cartão — e o conforto de saber que o cheque não será devolvido. Até o cartão American Express ser lançado, o uso de cheques era praticamente o único jeito de se fazer uma compra realmente vultosa, a menos que você carregasse o dinheiro.

E então qual é a vantagem competitiva que o American Express tem sobre a concorrência? Quando você usa seu American Express Card, a companhia ganha mais dinheiro por transação que o MasterCard ou Visa. Com o Mastercard e o Visa há um Banco Emissor, que emite o cartão para o cliente, e um Banco Adquirente,

que processa a transação para o comerciante com o qual o cliente negociou e usou o cartão. Existe ainda a Rede (MasterCard e Visa), que atua como um elo entre o Banco Emissor e o Banco Adquirente. O comerciante é taxado em cerca de 1,9% do total da venda — 0,1% é destinado ao Banco Adquirente e 1,7% ao Banco Emissor, enquanto a rede fica com 0,09%. A maior parte do que o Banco Emissor ganha é voltada para programas de recompensa e reembolso. A companhia do cartão de crédito só faz dinheiro de verdade com os juros que cobra dos clientes quando eles não pagam o cartão em dia.

A American Express é diferente

porque atua como os três: Banco Emissor, Banco Adquirente e Rede. A companhia fica com toda a tarifa, e a tarifa é de 2,5% da venda do comerciante. Trata-se de uma situação bem mais favorável. E, uma vez que o American Express Card em geral é emitido para indivíduos e corporações muito ricos, a taxa de inadimplência no pagamento é muito mais baixa que a dos emissores de cartões de crédito para a classe média.

American Express e a inflação

A American Express é a única das empresas “Buffett” que se beneficia da inflação ao longo do tempo. A inflação provoca alta nos preços, a quantia que o cliente tem que pagar ao comerciante aumenta, e, uma vez que o comerciante paga 2,5% do valor da venda ao American Express, à medida que a inflação eleva os preços, a American Express ganha mais dinheiro. Considere o seguinte: por causa da inflação, US\$ 100 milhões em vendas comerciais em 1975 são equivalentes a US\$ 400 milhões em vendas comerciais em 2011. (Um dos motivos para termos inflação é que nosso governo gosta de imprimir dinheiro.)

Em 1975 a American Express ganhou uma tarifa de US\$ 2,5 milhões sobre os US\$ 100 milhões em vendas ($\text{US\$ } 100 \text{ milhões} \times 0,25 = \text{US\$ } 2,5 \text{ milhões}$), mas em 2011 ganhou uma tarifa de US\$ 10 milhões sobre os US\$ 400 milhões em vendas ($\text{US\$ } 400 \text{ milhões} \times 0,25 = \text{US\$ } 10 \text{ milhões}$). A mesma quantidade de mercadorias trocou de mãos tanto em 2011 quanto em 1975. Entretanto, a inflação fez com que custassem mais, e, no processo do custo mais alto, a American Express ganhou mais dinheiro.

A história econômica da American Express comprova a teoria da inflação das transações de Buffett. Em 1994, a American Express teve receita de US\$

14 bilhões, e em 2011 receita de US\$ 29 bilhões, o que equivale a um aumento anual médio de 4,8% na receita. Podemos argumentar que, desse aumento na receita, 2,4% foi devido à inflação ao longo do período — em outras palavras, metade do aumento da receita da American Express pode ser atribuída aos efeitos da inflação. A inflação permite à American Express ganhar mais e mais dinheiro com o passar do tempo sem desembolsos suplementares de capital em custos de infraestrutura.

O que Warren considera

interessante

Warren interessou-se pela American Express inicialmente em 1963 durante o grande Escândalo do Óleo de Salada. Isso ocorreu quando a American Express emprestou dinheiro tendo como garantia o que se revelou uma caução inexistente: óleo de salada armazenado em tanques gigantes. Quando a American Express quis executar a garantia, o óleo de salada não estava lá. As perdas consequentes — cerca de US\$ 80 milhões — sugaram a maior parte do patrimônio líquido da American Express, arrastando o preço de suas ações de

US\$ 80 para US\$ 30. Warren percebeu que, mesmo que a companhia perdesse todo o patrimônio líquido, suas franquias de travelers checks e cartões de compra ainda eram valiosas e continuariam rendendo. Então, investiu 40% do dinheiro de sua sociedade, US\$ 13 milhões, e três anos depois do desastre vendeu sua posição com um lucro de quase US\$ 20 milhões.

Warren considerou que a perda da American Express com o óleo de salada não era diferente de a companhia pagar aos acionistas um dividendo que consumisse a maior parte de seu patrimônio líquido. Isso é algo que uma companhia com vantagem competitiva duradoura pode fazer, pois

é uma empresa que ano após ano gera mais dinheiro do que possivelmente pode usar nas operações cotidianas do negócio. Não precisa de um grande excedente de patrimônio líquido para manter o dinheiro entrando.

A lição aqui é que, em uma situação onde uma companhia com vantagem competitiva duradoura, como a American Express, experimenta uma perda única, mesmo que severa, que dizima as ações da empresa, o valor subjacente da vantagem competitiva duradoura reconduzirá a companhia à rentabilidade no curto prazo e, com isso, à revalorização de suas ações.

Nova oportunidade de compra no início dos anos 1990

No começo dos anos 1990, a American Express começou a perder muito dinheiro com sua operação de corretagem, a Shearson Lehman Brothers. Em 1991, a American Express ficou desesperada por capital adicional e fez um acordo com a Berkshire Hathaway de Buffett para vender US\$ 300 milhões em ações preferenciais conversíveis à BRK. (Ação preferencial conversível é aquela que se converte em ação

ordinária da companhia.) O que Warren viu foi que uma divisão da American Express — Shearson Lehman Brothers — estava causando todos os problemas, enquanto os negócios subjacentes de travelers checks e Amex Card ainda eram franquias muito fortes. Warren disse várias vezes que pode se ganhar muito dinheiro investindo em uma companhia que tem um problema solucionável — a solução nesse caso estava bem próxima.

Assim, em 1993, após a unidade Shearson da American Express reportar uma perda de US\$ 116 milhões, Warren começou a aumentar sua posição, calculando que, se a

American Express se livrasse da Shearson, os negócios subjacentes de travelers checks e cartões de compra teriam condições de brilhar e levantar o preço das ações. No final de 1993, a American Express resolveu seu problema vendendo a Shearson por US\$ 1 bilhão.

Warren manteve sua posição, aumentando-a em 1994, 1995, 1998 e 2000, e ampliando sua posse da American Express para 151.619.700 ações, ou 12,6% de toda a companhia.

Histórico do lucro por ação da American Express

O histórico do lucro por ação e do crescimento do valor contábil da American Express apresenta-nos um desafio particular porque em 2005 a companhia fez o *spin-off* da American Express Financial Advisors, o que causou uma baixa nos rendimentos de cerca de US\$ 0,24 por ação naquele ano.

Mesmo com a cisão da American Express Financial Advisors, podemos ver que, de 2001 a 2011, a American Express mostrou um aumento de 216% no lucro por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 12,2% nos últimos dez anos, que incluem a crise

bancária de 2009.

ANO	LPA (Lucro por Ação, US\$)
2011	4,05
2010	3,35
2009	1,54
2008	2,33
2007	3,29
2006	2,82
2005	2,30
2004	2,74
2003	2,31
2002	2,01
2001	1,28

Com lucro por ação de US\$ 4,05 em 2011 e preço solicitado de US\$ 45 por ação, podemos argumentar que estamos obtendo uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 4,05 ou 9%, e com essa taxa de retorno inicial de 9% podemos projetar que o lucro por ação vai aumentar na sua taxa histórica de crescimento anual de 12,2% (US\$ 4,05 / US\$ 45 = 9%).

Se conseguirmos comprar a American Express a um preço mais baixo, o “aspecto econômico do preço de compra” irá melhorar. Em resumo,

um preço de US\$ 30 por ação significará que nossa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, aumentará para 13,5% ($\text{US\$ } 4,05 / \text{US\$ } 30 = 13,5\%$). De modo semelhante, se o preço da ação sobe, o aspecto econômico do preço de compra baixa: um preço de US\$ 60 por ação significará uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 6,7% ($\text{US\$ } 4,05 / \text{US\$ } 60 = 6,7\%$). Esse é um dos motivos pelos quais um *bear market* no curto prazo sempre faz Warren sorrir: o preço mais baixo melhora consideravelmente o aspecto econômico do valor de compra.

Histórico do valor contábil por ação

A cisão da American Express e American Express Financial Advisors em 2005 alterou a paisagem do histórico do valor contábil por ação, removendo aproximadamente US\$ 3,80 do valor contábil da American Express-mãe. Para ter um quadro mais nítido do crescimento de seu valor contábil por ação, nós o dividimos em dois períodos, de 2001 a 2004 e de 2005 a 2011. De 2001 a 2004, o valor contábil por ação cresceu a uma taxa

anual de 10,84%; de 2005 a 2011, o valor contábil por ação cresceu a uma taxa anual de 11,8%.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	16,60
2010	13,55
2009	12,09
2008	10,21
2007	9,52
2006	8,77
2005	8,50
2004	12,31
2003	11,93

2002	10,62
2001	9,04

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a American Express tinha valor contábil de cerca de US\$ 16,60 por ação e estava rendendo cerca de US\$ 4,05 por ação. Podemos argumentar que, como um equity bond, estava rendendo uma taxa de retorno anual, deduzido o imposto sobre o lucro, de 24% ($\text{US\$ } 4,05 / \text{US\$ } 16,60 = 24\%$).

Mas não pudemos comprar pelo valor contábil de US\$ 16,60 por ação, tivemos que pagar o preço do mercado de 2011, de cerca de US\$ 45 por ação. Isso significa que podemos argumentar que obtivemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 9% com nosso equity bond da American Express ($\text{US\$ } 4,05 / \text{US\$ } 45 = 9\%$). A taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos, os quais estamos projetando que permanecerão na taxa histórica de crescimento anual de 12,2% da companhia.

A próxima questão é: como ficará

uma taxa de retorno inicial de US\$ 4,05 crescendo a uma taxa anual de cerca de 12,2% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, precisamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Primeiro, insira 12,2% para Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 4,05 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; a seguir clique no botão de cálculo para obter US\$ 12,81. Isso significa que, se pagamos US\$ 45 por ação da American Express em 2011, em 2021 ela estará rendendo US\$ 12,81, o que equivale a uma taxa de retorno, deduzido o imposto sobre o lucro, de 28,4% sobre nosso

investimento de US\$ 45 por ação.

Agora, será que esses US\$ 12,81 ou 28,4% de retorno valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário vai avaliar a ação em 2021. No caso da American Express, ao longo dos últimos dez anos os índices P/L variaram de 30,2 a 12,4. Uma vez que Warren gosta de executar sua análise a partir de uma perspectiva conservadora, usaremos o índice P/L de 12,4. Com um P/L projetado de 12,4, podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 158,84 em 2021. Se compramos ações da American Express a US\$ 45 cada em 2011 e

vendermos por US\$ 158,84 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 113,84 por ação, dando-nos um retorno total de 252% e uma taxa de retorno anual de 13,4% no período de dez anos.

Embora a American Express tenha aumentado seu dividendo anualmente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de US\$ 0,72 por ação de 2011 até 2021, podemos acrescentar US\$ 7,20 ao produto da nossa venda, alcançando o produto total de venda e dividendos a US\$ 166,04, o que eleva nosso retorno total para 268% e nossa taxa de retorno anual para 13,95% no período de dez anos.

A questão agora é: uma taxa anual potencial de retorno de 13,95% interessa a você? Para Warren é interessante o suficiente para manter US\$ 6,82 bilhões em ações da American Express nos livros da Berkshire.

CAPÍTULO 8

The Bank of New York Mellon (BNY Mellon)

Endereço:

One Wall Street

Nova York, NY 10286 EUA

Telefone: (212) 495-1784

Website: <http://www.bnymellon.com>

Setor:

serviços

bancários/financeiros

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1784

Empregados: 42.200

Lucro líquido: US\$ 2,98 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 2,40 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação em
dez anos: 2,86%

Valor contábil por ação: US\$ 28,00

Crescimento médio anual do valor
contábil por
ação em dez anos: 12,45%

Preço de mercado atual: US\$ 21 por
ação

Dividendos / Rendimentos de 2011:

US\$ 0,52% / 2,4%

Ano da compra da Berkshire: 2010

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 26

Bolsa de valores: NYSE

Símbolo: BK

Esse é um novo investimento da Berkshire e foi adquirido no período de 2010/2011. Na metade de 2011, a Berkshire possuía 1.992.759 ações, ou menos de 1% das ações em circulação do BNY Mellon. Com a ação do BNY Mellon negociada a US\$ 21, a posição da Berkshire equivalia a cerca de US\$ 41,8 milhões; com um custo de cerca de US\$ 51 milhões, a Berkshire tinha uma perda de US\$ 9,15 milhões nesse investimento devido à baixa no mercado acionário — que, conforme a perspectiva de Buffett, o torna um investimento

de longo prazo ainda melhor em virtude dos fatores econômicos subjacentes de longo prazo da companhia.

Quando se trata de companhias financeiras, Warren gosta das antigas, e quanto mais antigas melhor. O BNY Mellon foi formado em 2007 pela fusão do Bank of New York, o banco mais antigo dos Estados Unidos, criado em 1784 por Alexander Hamilton, um dos fundadores do país, com a Mellon Financial Corporation, que era uma das maiores firmas de gestão de dinheiro do mundo. A entidade combinada, BNY Mellon, é uma companhia global de serviços financeiros com mais de 40 mil

funcionários e mais de US\$ 1,2 trilhão sob gestão. Está na lista das dez maiores gestoras de patrimônio do mundo. É também a líder em serviços de administração fiduciária, com US\$ 25 trilhões em ativos sob custódia ou administração. Financia mais de US\$ 11 trilhões em dívidas para seus clientes corporativos — é o BNY Mellon que emite os cheques para debenturistas individuais. Opera primariamente nos setores de gestão de ativos, administração fiduciária, gestão de patrimônio e serviços de corretagem e consultoria. É a maior firma do mundo em serviços de valores mobiliários e gestão de ativos, com operações em 37 países, atuando

em uma centena de mercados diferentes.

O BNY Mellon não é um credor de varejo como o Wells Fargo ou o Bank of America. É uma espécie de banco que presta serviços a outras corporações e instituições financeiras e gerencia dinheiro para investidores por intermédio de subsidiárias como a Dreyfus — que gere o patrimônio de investidores por meio de centenas de fundos mútuos e sociedades de investimento sob seu controle.

O BNY Mellon sofreu um baque em 2008 e 2009, tendo investido em títulos garantidos por hipotecas que dizimaram seu rendimento em 2009,

quando as perdas foram amortizadas. Mas em 2011 estava pronto para registrar ganhos recordes. Foi contratado pelo Tesouro dos Estados Unidos por US\$ 20 milhões para atuar como principal depositário dos fundos TARP, tratando da contabilidade e da manutenção dos registros do programa.

A vantagem competitiva duradoura do BNY Mellon consiste em seu porte, baixo custo e competência. Ninguém é maior, mais barato ou faz melhor. Aqui a economia de escala entra em jogo, tornando-o a melhor aposta na área. Uma das chaves de seu sucesso, e que o torna “diferente” dos outros bancos, é que está no negócio, gerenciando dinheiro e fornecendo serviços para

administradores de dinheiro institucionais; é mais do que provável que aquele fundo mútuo em que você investiu dinheiro faça transações com o BNY Mellon. Quando você vende algumas de suas ações em um fundo mútuo, é o BNY Mellon que faz a transação. E aquele ETF (Exchange Traded Fund) que possui aquela cesta de títulos nos quais você possui participação, mantém essa cesta por meio do BNY Mellon. Acima de tudo, o BNY Mellon possui uma maciça operação mundial de gerenciamento de dinheiro que atende fundos de pensão, corporações, fundações e investidores individuais. Nem é preciso dizer que

não se trata do seu banco normal.

E que tal todos aqueles empréstimos problemáticos que andaram assombrando o setor bancário? Em 2011 o BNY Mellon registrou aproximadamente US\$ 30 milhões em Provisão para Perda com Empréstimos contra aproximadamente US\$ 3,2 bilhões de receita líquida. O que lhe dá uma margem de segurança considerável. (Considere o seguinte: em 2011, o Wells Fargo tinha cerca de US\$ 14 bilhões em Provisão para Perda com Empréstimos contra uma receita líquida de US\$ 15 bilhões, deduzido o imposto sobre o lucro. Um colchão confortável, mas nem próximo da situação do BNY Mellon.)

Nota: uma vez que o BNY Mellon é resultado de uma fusão de 2007, nossos números do histórico são resultado da consolidação das finanças das duas companhias nos últimos dez anos.

O que Warren acha interessante

Vamos começar com o óbvio: em 2011, o BNY Mellon foi negociado abaixo ou próximo de seu valor contábil. O que significa que você podia comprá-lo pelo valor contábil por ação ou menos. Uma vez que os

bancos combinados historicamente mostravam um retorno superior a 10% sobre o patrimônio líquido — acima de 20% em alguns anos —, Warren pôde argumentar que pegou um equity bond pelo valor contábil que vai proporcionar retorno anual na casa de 10% a 20%.

De fato, em 2011 renderia cerca de US\$ 2,40 por ação — o que, se compramos a US\$ 21 por ação, nos daria um taxa de retorno inicial de 11,4%, deduzido o imposto sobre o lucro.

Se olharmos o histórico do lucro por ação do BNY Mellon, poderemos ver que, de 2001 a 2011, apresentou aumento de 32,6% no lucro por ação

— com um só ano de perda, 2009 —, mas crescimento geral a uma taxa composta anual de 2,86% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por Ação, US\$)
2011	2,40
2010	2,14
2009	(1,07)
2008	1,20
2007	2,18
2006	1,93
2005	2,03
2004	1,85

2003	1,52
2002	1,24
2001	1,81

Com lucro por ação de US\$ 2,40 em 2011 e preço solicitado de US\$ 21 por ação, podemos argumentar que estamos obtendo uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,40 ou 11,4%, deduzido o imposto sobre o lucro, e podemos prever que essa taxa de retorno inicial de 12,1% irá crescer a uma taxa anual de 2,86%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011 o BNY Mellon mostrou aumento de 223% no valor contábil por ação — sem nenhum ano de perda e com crescimento a uma taxa composta anual de 12,45% nos últimos dez anos. O que já é bastante satisfatório. Lembre-se de que queremos ver o valor subjacente da empresa aumentar com o tempo; é um bom sinal que a empresa esteja se beneficiando de algum tipo de vantagem competitiva duradoura.

	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	28,00
2010	26,63
2009	23,97
2008	22,00
2007	25,66
2006	15,34
2005	12,81
2004	11,93
2003	10,87
2002	9,21
2001	8,66

Análise de compra de Buffett

Em 2011 o BNY Mellon tinha valor contábil por ação de US\$ 28,00, e estava rendendo aproximadamente US\$ 2,40 por ação. Podemos argumentar que, como um equity bond, estava rendendo uma taxa anual de retorno de 8,57%. Nessa rara ocasião, em 2011, pudemos de fato comprar o BNY Mellon abaixo de seu valor contábil por ação, US\$ 28,00. Se pagamos o preço de mercado de 2011, cerca de US\$ 21 por ação, podemos projetar uma taxa de retorno inicial, deduzido o

imposto sobre o lucro, de 11,4% com nosso equity bond do BNY Mellon (US\$ 2,40 / US\$ 21 = 11,4%), e essa taxa de retorno inicial de 11,4%, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus ganhos, os quais estamos projetando conforme a taxa de crescimento histórico anual por ação de 2,86%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,40 deduzido o imposto sobre o lucro crescendo a uma taxa anual de cerca de 2,86% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, precisamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em

<http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 2,86% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 2,40 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; a seguir clique no botão de cálculo para obter US\$ 3,18. Isso significa que, se pagamos US\$ 21 por ação do BNY Mellon em 2011, em 2021 ela estará rendendo US\$ 3,18, o que equivale a uma taxa de retorno, deduzido o imposto sobre o lucro, de 15,14% em nosso investimento de US\$ 21 por ação.

Agora, será que esses US\$ 3,18 ou 15,14% valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado

acionário irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 38,16.

Se compramos nossas ações do BNY Mellon a US\$ 21 cada em 2011 e vendermos por US\$ 38,16 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 17,16 por ação, dando um retorno total de 81,71% e uma taxa anual de retorno de 6,15% no período de dez anos.

Embora o dividendo do BNY Mellon tenha caído com o desastre financeiro de 2009, em 2011 o banco pagou dividendo de US\$ 0,52 por ação. Se apenas conseguir manter o

dividendo de 2011, de US\$ 0,52 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 5,20 ao produto bruto da nossa venda, alcançando o produto total de venda e dividendos a US\$ 43,36. Isso faz subir nosso retorno total para 106% e nossa taxa anual de retorno para 7,52%.

A questão agora é: uma taxa anual potencial de retorno de 7,52% interessa a você? Warren acha interessante o suficiente para ter investido US\$ 51 milhões na companhia nos últimos 24 meses.

CAPÍTULO 9

The Coca-Cola Company

Endereço:

One Coca-Cola Plaza

Atlanta, Geórgia 30313 EUA

Telefone: (404) 676-2121

Website: <http://www.coca-cola.com>

Setor: bebidas

Área atendida: o mundo inteiro

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1886

Empregados: 139.800

Vendas: US\$ 46,2 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 8,76 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 3,85 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 9,18%

Valor contábil por ação: US\$ 14,60

Crescimento médio anual do valor
contábil
por ação: 12,32%

Dividendos/Rendimentos de 2011:
US\$ 1,88 / 2,8%

Anos das compras da Berkshire:

1988, 1989, 1994

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 6,50

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: KO

Em 2011, a Berkshire possuía 200 milhões de ações, ou 8,6% das ações ordinárias da Coca-Cola em circulação, a um custo de US\$ 1,299 bilhão. Com a Coca-Cola negociada a US\$ 65 por ação, a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 13 bilhões.

A Coca-Cola é o produto que tomou conta do mundo.

Ela foi inventada em 1886 por John Pemberton, farmacêutico proprietário da Pemberton Chemical Company em

Atlanta. Veterano confederado, Permberton foi gravemente ferido na Guerra Civil Americana. Durante o tratamento da lesão, ficou viciado em morfina. Tentou encontrar uma cura para a dependência e começou a fazer experimentos com uma mistura de vinho chamada Vin Mariani, feita de cola, coca e damiana (um afrodisíaco sul-americano). Trabalhou com outro farmacêutico de Atlanta chamado Willis Venable para aperfeiçoar o novo remédio — por fim nomeado Coca-Cola devido aos dois ingredientes principais. A Coca-Cola foi comercializada pela primeira vez em 1886 na Jacobs Pharmacy de Atlanta e vendeu apenas 25 galões no

primeiro ano. Quatro anos depois, Pemberton vendeu a fórmula para Asa Candler, um empresário de drogarias e extraordinário promotor, que pagou US\$ 2,3 mil (cerca de US\$ 55 mil no dólar de hoje) a Pemberton e outros acionistas pelos direitos do que por fim se tornaria a bebida mais vendida do mundo.

Um dos primeiros passos de Candler foi se concentrar apenas na venda do xarope concentrado para máquinas de refrigerante de todo o país. Ele quis ficar longe de propósito da operação de engarrafamento, um negócio de capital intensivo que exigia grandes investimentos em fábricas e

equipamento, e em vez disso instalou unidades de produção de xarope da Coca-Cola pelo país, para deixar a bebida prontamente à disposição dos clientes. O “modelo de negócio de xarope” permitiu uma expansão rápida e lucrativa do empreendimento, e em 1895 a Coca-Cola era consumida em todos os estados e territórios da União.

Embora várias pessoas tentassem engarrafar a Coca nesse período, Candler não se agradou do resultado final, ficando propenso a desencorajar o engarrafamento. Em 1899, dois advogados empreendedores de Chattanooga, Tennessee — Benjamin Thomas e Joseph Whitehead — viajaram até Atlanta para convencer

Candler a lhes conceder direitos exclusivos de engarrafar a Coca-Cola para a maior parte da América. De início Candler ficou resistente, mas logo viu do que Thomas e Whitehead estavam falando. Já existiam mais de 3 mil engarrafadores de outras bebidas espalhados pela América. Se Thomas e Whitehead tivessem uma licença principal exclusiva, poderiam circular pelo país sublicenciando o engarrafamento da Coca-Cola para diferentes engarrafadores, e isso não custaria um centavo para Candler. Melhor ainda, a estratégia tinha o potencial de lhe render uma fortuna. Esse foi um dos primeiros esquemas

de franquia da América. Garantiu a constância e a qualidade do produto, e comprometeu os franqueados a comprarem o xarope da Coca-Cola apenas da companhia Coca-Cola — o que deixou Candler muito satisfeito.

Candler aceitou fazer o acordo. Thomas e Whitehead voltaram para Chattanooga e começaram a se desentender sobre a melhor forma de utilizar a licença exclusiva. Por fim, decidiram dividi-la geograficamente. Thomas pegou a Costa Leste e Chattanooga, e Whitehead pegou o Sul e o Oeste. O plano era conceder sublicenças para diferentes engarrafadores independentes em troca de uma parte do lucro deles. Thomas

tinha a vantagem de que na Costa Leste já havia uma indústria de engarrafamento bem estabelecida. Whitehead tinha uma tarefa bem mais difícil — embora o engarrafamento estivesse bem estabelecido no Sul, ainda engatinhava no Oeste. Para ajudar a montar o negócio, Whitehead fechou parceria com outro advogado e empresário de Chattanooga, John L. Lupton. Juntos, forneceram licença e financiamento para as subfranquias começarem em troca de metade do lucro. (Setenta e oito anos depois, o neto de Lupton vendeu a licença de sua família e a licença de engarrafamento de volta para a Coca-Cola por US\$ 1,8

bilhão).

No final de 1918, havia quase mil instalações engarrafando a Coca-Cola pela América. Foi um enorme sucesso econômico para o negócio de xarope de Candler. Em 1919, ele vendeu a Coca-Cola Company para o banqueiro Ernest Woodruff e um grupo de investidores de Atlanta. Woodruff e seus investidores imediatamente tornaram a Coca-Cola pública, com ações a US\$ 40. Enquanto Candler fora obcecado por vender Coca-Cola para o público americano, Woodruff passaria os próximos sessenta anos vendendo para o mundo.

Woodruff apresentou a Coca-Cola nos Jogos Olímpicos de 1928 em

Amsterdã. Também instigou o desenvolvimento e a promoção da hoje onipresente embalagem de seis unidades. Antes a Coca-Cola era vendida apenas na forma avulsa ou em engradado. Com o advento da eletricidade e o desenvolvimento da refrigeração, Woodruff anteviu a criação do refrigerador da Coca-Cola e mais tarde da máquina de refrigerante da Coca-Cola acionada por moedas. Em 1940, sob a direção de Woodruff, a Coca-Cola era engarrafada e vendida em 44 países além dos Estados Unidos. Foi o início da conquista do mundo por Woodruff.

Durante a Segunda Guerra Mundial,

Woodruff disse que qualquer militar de uniforme, homem ou mulher, pagaria apenas cinco centavos pela garrafa de Coca-Cola (que custava dez centavos) onde quer que estivesse, qualquer que fosse o custo disso para a companhia. Durante a guerra, a pedido do comandante supremo das Forças Aliadas, general Dwight Eisenhower, Woodruff construiu 64 unidades engarrafadoras para fornecer as cerca de 5 bilhões de garrafas de Coca-Cola consumidas pelos militares durante a guerra. Isso criou o cenário para uma expansão internacional ainda maior depois da guerra. Em muitos países, a Coca-Cola era a única bebida engarrafada disponível.

Nas décadas de 1950 e 1960, a companhia decidiu tirar vantagem de sua rede de distribuição e se ramificar em outros sabores: foram lançadas a Fanta, Tab e Fresca. Em 1960, a Coca-Cola adquiriu a Minute Maid Company, o que ampliou sua penetração no mercado e lhe deu novas vias para explorar, tais como o mercado do suco de laranja para o café da manhã.

Durante as décadas de 1970 e 1980, a indústria de engarrafamento, composta por muitas companhias engarrafadoras individuais por todo o mundo, começou a se consolidar. A Coca-Cola ajudou a facilitar a

consolidação investindo nas novas firmas engarrafadoras. Isso garantiu que os grandes parceiros internacionais da companhia teriam meios de atender à crescente demanda global. Em 1981 Robert C. Goizueta tornou-se presidente e CEO da Coca-Cola Company. Uma das primeiras providências que tomou foi encabeçar a consolidação das companhias americanas de engarrafamento em uma nova companhia pública chamada Coca-Cola Enterprises. Também lançou a Diet Coke, que em dois anos tornou-se o refrigerante diet mais vendido do mundo, e o refrigerante mais popular depois da Coca-Cola.

Durante o crash do mercado

acionário de 1987, Warren começou a fazer seus primeiros investimentos na Coca-Cola; no final de 1989, a Berkshire tinha adquirido US\$ 1,023 bilhão de ações. Ele ampliou a posição de novo em 1994, chegando a 200 milhões de ações (ajustadas para desdobramentos), elevando o custo total para US\$ 1,299 bilhão. Em 2011, ainda possuía os mesmos 200 milhões de ações, cujo valor havia aumentado para US\$ 13 bilhões.

Nos anos 1990, a companhia expandiu a linha de bebidas, incluindo o isotônico Powerade, a bebida de frutas infantil Qoo e a água engarrafada Dasani. Também adquiriu as marcas de

bebida Cadbury Schweppes em mais de 120 países. Hoje a Coca-Cola comercializa mais de cem diferentes produtos em bebida em mais de duzentos países no mundo inteiro, e vende mais de 1,6 bilhão de doses de seus produtos todos os dias.

O que podemos aprender a partir dessa breve história da companhia? O mesmo produto criou uma quantidade imensa de riqueza ao longo de um período de tempo muito grande e provavelmente continuará a fazer isso por muito, muito tempo no futuro. Nossos bisnetos vão beber Coca ou uma de suas muitas bebidas irmãs. Pense em produto previsível, lucro previsível, e pouco ou nenhum gasto

em pesquisa e desenvolvimento. Esse é decididamente o tipo de empresa de Warren.

Agora, acompanhemos alguns números e vejamos se o cenário, inclusive nosso dinheiro, irão realmente ficar melhores com Coca.

Crescimento do lucro líquido por ação da Coca-Cola

De 2001 a 2011, a Coca-Cola mostrou aumento de 140% no lucro por ação, o que equivale a uma taxa composta de crescimento anual de 9,18%.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	3,85
2010	3,49
2009	2,93
2008	3,02
2007	2,57
2006	2,37
2005	2,17
2004	2,06
2003	1,95
2002	1,65
2001	1,60

Com lucro por ação de US\$ 3,85 em 2011 e preço solicitado de US\$ 65 por ação, podemos projetar um ganho de US\$ 3,85 ou 5,9% de taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro; também podemos projetar o crescimento dessa taxa de retorno inicial de 5,9% a uma taxa anual de aproximadamente 9,18%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011 a Coca-Cola

mostrou aumento de 219% no valor contábil por ação — sem nenhum ano de perda e crescendo a uma taxa composta anual de 12,32% nos últimos dez anos, que é exatamente o que Warren procura, uma companhia com valor subjacente crescente, que aumenta ano após ano.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	14,60
2010	13,53
2009	10,77
2008	8,85
2007	9,38

2006	7,30
2005	6,90
2004	6,61
2003	5,77
2002	4,78
2001	4,57

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a Coca-Cola tinha valor contábil de US\$ 14,60 por ação e estava rendendo aproximadamente US\$ 3,85 por ação. Isso significa que

podemos argumentar que, como um equity bond, teve uma taxa anual de retorno de 26,3% ($\text{US\$ } 3,85 / \text{US\$ } 14,60 = 26,3\%$).

Visto que não pudemos comprar pelo valor contábil por ação, de US\$ 14,60, tivemos que pagar o preço de mercado, cerca de US\$ 65 por ação em 2011; isso significa que podemos argumentar que obtivemos uma taxa de retorno inicial de 5,9%, deduzido o imposto sobre lucro, com nosso equity bond da Coca-Cola ($\text{US\$ } 3,85 / \text{US\$ } 65 = 5,9\%$), mas essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus ganhos, os quais estamos projetando pela taxa

histórica de crescimento anual por ação de 9,18%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,85, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 9,18% por dez anos? Usaremos a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 9,18% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 3,85 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; a seguir clique no botão de cálculo para obter US\$ 9,27. Isso significa que, se pagamos US\$ 65 por ação da Coca-Cola em 2011, em

2021 ela estará rendendo US\$ 9,27, o que equivale a uma taxa de retorno de 14,2% em nosso investimento de US\$ 65 por ação ($\text{US\$ } 9,27 / \text{US\$ } 65 = 14,2\%$).

Agora, será que esses US\$ 9,27 ou 14,2% valerão a pena para nós em 2021? Se o índice preço/lucro com que o mercado acionário avaliar a ação em 2021 for 16 (que é o histórico mais baixo), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 148,32 ($\text{US\$ } 9,27 \times 16 = \text{US\$ } 148,32$). Se compramos a ação da Coca-Cola por US\$ 65 em 2011 e vendermos por US\$ 148,32 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 83,32 por ação, dando um retorno total de 128%

e uma taxa anual de retorno de 8,6% no período de dez anos.

A Coca-Cola aumentou seu dividendo todos os anos nos últimos dez anos. Se conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 1,88 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 18,80 ao produto de US\$ 148,32 da venda, alcançando o produto combinado da venda e dos dividendos a US\$ 167,12, o que aumenta nosso retorno potencial total para 157% e nossa taxa anual de retorno para 9,9%.

Você acha interessante uma taxa anual potencial de retorno de 9,9% para dez anos? Para Warren, é animadora o suficiente para ele

investir o equivalente a US\$ 13 bilhões em ações da Coca-Cola na geladeira (cofre) da Berkshire.

CAPÍTULO 10

ConocoPhillips

Endereço:

600 North Dairy Ashford

Houston, TX 77079 EUA

Telefone: (918) 661-6600

Website:

<http://www.conocophillips.com>

Setor: companhia petrolífera e
petroquímica mundial

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1877

Empregados: 33.800

Vendas: US\$ 25,1 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 9,9 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 8,35 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 11,15%

Valor contábil por ação: US\$ 54,20
(2011)

Crescimento médio anual do valor
contábil

por ação: 11,19%

Dividendos/Rendimentos de 2011:
US\$ 2,64 / 4,17% (2011)

Data da compra da Berkshire: 2006
a 2007

Preço médio pago pela Berkshire:
US\$ 69,66 por ação

Bolsa de valores: NYSE

Símbolo: COP

Em 2011, a Berkshire possuía 29.109.636 ações, ou 2% das ações em circulação da ConocoPhillips. Com a ação da ConocoPhillips negociada a US\$ 67 em 2011, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 1,95 bilhão. Com custo de US\$ 2,028 bilhões, ou US\$ 69,66 por ação, a Berkshire teve uma perda de US\$ 78 milhões nesse investimento — devido ao mercado acionário estar em baixa. Da perspectiva de Warren, o preço baixo propicia um investimento melhor no longo prazo, desde que a

companhia tenha vantagem competitiva duradoura.

A ConocoPhillips é uma companhia petrolífera e petroquímica com operações por todo o mundo. Foi criada em 2000 pela fusão da Conoco Inc. e da Phillips Petroleum. É a terceira maior companhia integrada de energia dos Estados Unidos com base em suas reservas comprovadas e produção de petróleo e gás natural. É também a maior refinaria dos Estados Unidos. Vende combustível como Conoco, Phillips 66 e outras 76 marcas na América do Norte e como Jet na Europa.

Tanto Conoco quanto Phillips têm

histórias longas e curiosas. A Conoco foi fundada em Ogden, Utah, em 1875, por Isaac Blake, que notou que os moradores de Ogden usavam velas e óleo de baleia para iluminar seus negócios e lares, uma vez que o querosene disponível era muito caro. Blake calculou que com a chegada da ferrovia ele poderia comprar querosene a granel barato de produtores do Leste e enviar de trem para Ogden, com condições de vender a preço baixo o bastante para estimular a demanda, o que de fato aconteceu. Blake então fez dinheiro com a corrida do ouro na Califórnia, enviando querosene de trem para Los Angeles e dali embarcando-o de navio para San

Francisco, onde era embalado e vendido para os mineiros dos campos de garimpo do norte da Califórnia. A partir daí a companhia cresceu. Mas seu maior avanço foi durante a Segunda Guerra Mundial, como fornecedora de combustível de aviação para as forças americanas por todo o mundo.

A Phillips Petroleum teve início quando uma dupla de prospectores chamados Frank e L. E. Phillips foi em busca de petróleo em Oklahoma e topou com 81 poços consecutivos. Doze anos depois, fundaram a Phillips Petroleum Company em Bartlesville, Oklahoma. Em 1927, a companhia

extraía 25 mil barris de petróleo de mais de 2 mil poços que possuía em Oklahoma e no Texas, e abriu o primeiro dos que viriam a se tornar 10 mil postos de gasolina.

Em 2000, ambas as companhias se tornaram gigantes globais. Em 2002, a Phillips Petroleum adquiriu a Conoco, criando a sétima maior detentora de reservas comprovadas e a quarta maior refinaria do mundo entre empresas não estatais.

Um dos fatos mais interessantes a respeito da ConocoPhillips é que ela possui aproximadamente 10,3 bilhões de barris em reservas comprovadas de petróleo, o que significa que, com o preço do barril de petróleo a US\$ 80

em 2011, suas reservas valiam US\$ 824 bilhões, o que, tomando-se as ações por base, equivale a US\$ 588 por ação. Os mesmos 10,3 bilhões de barris de petróleo valiam apenas US\$ 25 cada em 2002, correspondendo a um valor total de US\$ 247 bilhões, ou US\$ 183 por ação. De 2002 a 2011, o valor do petróleo da ConocoPhillips no solo quase triplicou. Quando Warren começou a comprar as ações em 2006, o barril de petróleo estava em US\$ 60, e a ConocoPhillips possuía 9,4 bilhões de barris, com um valor de mercado total de US\$ 563 bilhões, ou US\$ 343 por ação.

Historicamente, Warren tinha

evitado investir em companhias de petróleo e mineração simplesmente porque, quando a empresa acaba de bombear o petróleo ou escavar o ouro, um buraco vazio no solo é tudo o que resta. Mas nesse caso o valor subjacente do petróleo no solo aumentou a ponto de seu valor por ação estar muitíssimo acima do preço de mercado da ação — um preço solicitado de US\$ 44 por ação contra um valor de US\$ 343 por ação para o petróleo no solo. Essa é uma ampla margem de segurança, que prediz que esse investimento tem potencial para ser muito lucrativo.

Análise de compra de Buffett

Se observarmos o histórico de lucro por ação da ConocoPhillips, poderemos ver que de 2001 a 2011 mostrou aumento de 187% no lucro por ação e uma taxa composta de crescimento anual de 11,5% para os últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	8,35
2010	5,92
2009	3,24
2008	10,66

2007	9,14
2006	9,99
2005	9,35
2004	5,79
2003	3,35
2002	1,56
2001	2,90

Com o lucro por ação de US\$ 8,35 da ConocoPhillips em 2011 e preço solicitado de US\$ 67 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial de US\$ 8,35 ou 12,4% (US\$ 8,35 / US\$ 67 = 12,4%);

e podemos argumentar ainda que essa taxa de retorno inicial irá crescer conforme a taxa histórica de 11,5% de crescimento anual do lucro por ação.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011, a ConocoPhillips mostrou aumento de 188% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 11,19% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$

2011	54,20
2010	47,92
2009	42,03
2008	37,27
2007	56,63
2006	50,21
2005	36,22
2004	29,72
2003	25,17
2002	21,59
2001	18,76

Em 2011 a ConocoPhillips tinha

valor contábil por ação de US\$ 54,20 e rendeu aproximadamente US\$ 8,35 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, rendeu uma taxa anual de retorno de 15,4% ($\text{US\$ } 8,35 / \text{US\$ } 54,20 = 15,4\%$), que nós, como analistas, podemos projetar que irá crescer conforme a taxa histórica de crescimento anual do lucro por ação de 11,15%.

Mas não pudemos comprar a ação pelo valor contábil de US\$ 54,20; tivemos que pagar o preço de mercado de 2011, de aproximadamente US\$ 67 por ação, o que significa que obtemos uma taxa de retorno inicial de 12,46% no lucro por ação de US\$ 8,35 (US\$

8,35 / US\$ 67 = 12,46%).

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 8,35, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de 11,15% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, podemos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 11,15% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 8,35 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 24,03 por ação. Assim, podemos projetar que em 2021 a ConocoPhillips

estará rendendo US\$ 24,03 por ação.

Agora, será que esses US\$ 24,03 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário irá avaliar a ação da ConocoPhillips em 2021. Nos últimos dez anos, o P/L mais alto da ConocoPhillips foi 17, e o mais baixo foi 7. Se usarmos o índice P/L mais conservador, que seria 7, podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 168,21 em 2021 ($\text{US\$ } 24,03 \times 7 = \text{US\$ } 168,21$). Se compramos a ação da ConocoPhillips por US\$ 67 em 2011 e vendermos por US\$ 168,21 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 101,21 por ação, dando retorno total de 151%

e uma taxa anual de retorno de 9,6% no período de dez anos.

A ConocoPhillips tem elevado seu dividendo de modo consistente nos últimos dez anos. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 2,64 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 26,40 ao produto bruto de US\$ 168,21 da venda, alcançando nosso produto da venda e dividendos a US\$ 194,61, o que eleva nosso retorno total para 190% e nossa taxa anual de retorno para 11,25%.

Agora, como investidor, uma taxa potencial conservadora de retorno de 11,25% pelos próximos dez anos aviva o seu interesse? Para Warren é

interessante o bastante para manter o equivalente a US\$ 1,95 bilhão de ações da ConocoPhillips no portfólio da Berkshire.

CAPÍTULO 11

Costco Wholesale Corporation

Endereço:

999 Lake Drive

Issaquah, WA 98027 EUA

Telefone: (425) 313-8100

Website: <http://www.costco.com>

Setor: varejo de desconto, alimentos
& vinhos,
vestuário, artigos de decoração

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1983

Empregados: 147.000

Vendas: US\$ 85 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 1,4 bilhão
(2011)

Lucro por ação: US\$ 3,30 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 9,85%

Valor contábil por ação: US\$ 27,90

Crescimento médio anual do valor
contábil

por ação: 9,95%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 0,96 / 1,1%

Ano de compra da Berkshire: 2002

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 34

Bolsa de Valores: NDQ

Símbolo: COST

Em 2011 a Berkshire possuía 4.333.363 milhões de ações, ou cerca de 1% das ações em circulação da Costco. Com a ação da Costco negociada a US\$ 81, a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 351 milhões; com custo aproximado de US\$ 147 milhões, a Berkshire tinha um lucro de US\$ 204 milhões nesse investimento.

A Costco atende à necessidade de mercadorias, bebidas e alimentos de marcas de alta qualidade da classe média alta em farta quantidade e preços de ocasião. Quer um bom

negócio em uma porção de garrafas de champanhe Veuve Clicquot? A Costco é o lugar para você comprar. Precisa de uma dúzia das sofisticadas bolas de golfe Titleist? A Costco também tem.

A Costco é a maior rede de clube de compras e a terceira maior varejista dos Estados Unidos. É também a nona maior varejista do mundo e a maior comerciante do mundo de vinhos finos (o que significa vinhos realmente “caros”).

A Costco foi inaugurada em 1983 em Seattle, vendendo mercadorias sofisticadas com desconto para a classe média alta e para o pessoal da Microsoft que queria uma “vida de rico”. Uma das maneiras pelas quais

os ricos ficam ricos e continuam ricos é pagar menos pelos dispendiosos vinhos e queijos franceses que consomem. A Costco facilita essa necessidade em nível internacional, com 416 lojas nos Estados Unidos, 79 no Canadá, 22 no Reino Unido, nove no Japão, sete na Coreia, seis em Taiwan, uma na Austrália e 32 lojas abertas ao público em geral no México. A Costco saiu do zero em vendas em 1983 para US\$ 85 bilhões em vendas e US\$ 1,4 bilhão de lucro líquido em 2011.

Ao ficar cada vez maior, a Costco ramifica-se para vender mais e mais linhas de marcas de alta qualidade em

eletrônicos, alimentos, equipamento de golfe, pneus de carro, vestuário e cosméticos. Abriu uma agência de viagens para auxiliar os clientes a planejar as férias para todos aqueles lugares exóticos dos quais lemos a respeito na seção de viagens do *The New York Times*. A Costco também vai vender medicamentos sob prescrição. Tudo isso é feito com o objetivo de ajudar os clientes da Costco no mundo inteiro a viver um estilo de vida mais rico com preços reduzidos.

O que Warren considera interessante

Pois bem, a primeira pergunta que Warren faz é: todos esses produtos de marca com desconto tornam os acionistas da Costco mais ricos? De fato essa é a única pergunta que interessa a Warren. O modo mais rápido de determinar se os acionistas de uma companhia estão ficando mais ricos é conferir a trajetória do lucro por ação da empresa no longo prazo.

Se observarmos o histórico do lucro por ação da Costco, poderemos ver que, de 2001 a 2011, ao longo dos últimos dez anos, que incluem a crise bancária de 2008-2009, o lucro por ação cresceu 155% a uma taxa

composta anual de 9,85%.

Compare o desempenho da Costco com o da Coca-Cola, a rainha das vantagens competitivas duradouras — cujos ganhos no mesmo período de dez anos cresceram 140% a uma taxa composta anual de 9,18% —, e é fácil ver por que Charlie Munger, o sócio de Warren, ficou tão entusiasmado com a Costco que juntou-se a seu quadro de diretores. A Costco é uma máquina varejista de fazer dinheiro que consegue operar com as melhores marcas do mundo.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	3,30

2010	2,93
2009	2,57
2008	2,89
2007	2,63
2006	2,31
2005	2,04
2004	1,86
2003	1,53
2002	1,48
2001	1,29

Com lucro por ação de US\$ 3,30 em 2011 e preço solicitado de US\$ 81 por

ação, podemos argumentar que estamos obtendo uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,30 ou 4,07%, descontado o imposto sobre o lucro, e podemos prever que essa taxa de retorno inicial de 4,07% irá crescer a uma taxa anual de 9,85%.

De 2001 a 2011 a Costco apresentou aumento de 158% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 9,95% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$
2011	27,90
2010	24,98

2009	22,98
2008	21,25
2007	19,73
2006	19,78
2005	18,80
2004	16,48
2003	14,33
2002	12,51
2001	10,81

Com a alta do lucro por ação, a Costco também conseguiu produzir um rápido crescimento do valor contábil

por ação. Na corrida do crescimento rápido do lucro e do valor contábil por ação, a Costco é uma das líderes da turma de Warren.

Costco como investimento hoje

Em 2011, a Costco tinha valor contábil por ação de US\$ 27,90 e rendeu cerca de US\$ 3,30 por ação. Isso significa que, como um equity bond, rendeu uma taxa de retorno anual de 11,82%. Mas não pudemos comprar a Costco pelo valor contábil de US\$ 27,90 por ação, tivemos que pagar o

preço de mercado de 2011, de aproximadamente US\$ 81 por ação, o que significa que podemos argumentar que temos uma taxa de retorno inicial de 4%, deduzido o imposto sobre o lucro, com nosso equity bond da Costco ($\text{US\$ } 3,30 / \text{US\$ } 81 = 4\%$). Essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus ganhos, os quais estamos projetando conforme a taxa anual histórica de 9,85% por ação, desde que as vendas e a adesão de associados continuem a se expandir.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,30, deduzido o imposto sobre o

lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 9,85% por dez anos? Podemos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 9,85% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 3,30 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 8,24. Isso significa que, se pagamos US\$ 81 por ação da Costco em 2011, em 2021 ela estará rendendo US\$ 8,24.

Agora, será que esses US\$ 8,24 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário irá

avaliar a ação em 2021. Usando o P/L mais baixo em dez anos, de 19,5, podemos calcular que a ação será negociada a US\$ 160,68 ($\text{US\$ } 8,24 \times 19,5 = \text{US\$ } 160,68$). Se compramos a ação da Costco por US\$ 81 em 2011 e vendermos por US\$ 160,68 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 79,68 por ação, com retorno total de 98% e taxa anual de retorno de 7,09% no período de dez anos.

Embora a Costco não tenha pagado dividendos até 2004, desde então está subindo de modo consistente todos os anos nos últimos sete anos. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 0,96 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 9,60 ao

produto bruto de US\$ 160,68 com a venda, alcançando o produto com a venda e dividendos a US\$ 170,28. A inclusão dos dividendos aumenta o retorno total para 110% e a taxa anual de retorno para 7,71%.

Para fazer a equação da taxa de retorno, acesse
<http://www.moneychimp.com/calculator>

Insira US\$ 81 como Valor Atual, US\$ 170,28 como Valor Futuro, 10 como Número de Anos, clique no botão de cálculo para obter a Taxa Composta de Crescimento Anual, que nesse caso é igual a 7,71%.

A questão agora é: uma taxa potencial composta de retorno anual de

7,71% interessa a você? Para Warren é interessante o suficiente para manter US\$ 351 milhões do dinheiro dele nas ações da Costco.

CAPITULO 12

GlaxoSmithKline

Endereço no Reino Unido:

Glaxo Wellcome House

Berkeley Avenue

Greenford, Middlesex, Inglaterra

Escritório nos Estados Unidos:

1 Franklin Plaza

PO Box 7929

Filadélfia, PA 19101 EUA

Telefone: (215) 751-4638

Website: <http://www.gsk.com>

Sector: farmacêutico, produtos de cuidados com a saúde

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1880/1904/1834/1865

Empregados: 90 mil

Vendas: US\$ 43 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 8,7 bilhões (2011)

Lucro por ação: US\$ 3,80 (2011)

Crescimento médio anual do lucro por ação: 10,19%

Valor contábil por ação: US\$ 6,20

Crescimento médio anual do valor

contábil por ação: 5,62%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 2,08 / 5,3%

Ano da compra da Berkshire: 2007

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 50

Bolsa de Valores: NYSE/LON

Símbolo: GSK

Em 2011, a Berkshire possuía 1.510.000 das ações em circulação da GlaxoSmithKline — as ações são ADRs negociadas na NYSE. (ADR significa, em inglês, American Depositary Receipts [Certificados de Depósito Americano], que é uma forma de as ações estrangeiras serem negociadas nos Estados Unidos sem ter que preencher um registro completo na SEC.) Com a ação da GlaxoSmithKline negociada a US\$ 40, a

posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 60,4 milhões. Com custo aproximado de US\$ 75,5 milhões, a Berkshire tinha uma perda de US\$ 15,1 milhões nesse investimento. A perda refletia a queda recente nos preços do mercado de ações. Entretanto, os fatores econômicos subjacentes são muito fortes, o que torna a GSK ainda mais atraente como investimento de longo prazo.

Em termos de renda, a GlaxoSmithKline é a terceira maior fabricante e vendedora de produtos farmacêuticos, biológicos, de saúde e vacinas do mundo.

A GSK foi formada em 2000 pela fusão da GlaxoWellcome plc com a SmithKline Beecham plc, ambas companhias com sede na Grã-

Bretanha. A GlaxoWellcome foi formada pela fusão da Glaxo, fundada na Nova Zelândia em 1904, com a Burroughs Wellcome & Company, fundada em Londres em 1880. A SmithKline Beecham foi formada pela fusão da Smith, Kline & Co., companhia norte-americana fundada em 1865, com a Beecham Group, formado na Inglaterra em 1843. Todas as empresas estão na ativa há mais de cem anos e se consolidaram para formar um gigante da economia global.

O negócio das vacinas

No mundo farmacêutico das vantagens econômicas competitivas duradouras, ter a patente de uma droga campeã de vendas é a melhor situação possível. A outra melhor situação é ter o monopólio da venda de vacinas necessárias para os programas de inoculação infantil do sistema nacional de saúde de um país. Os dois negócios são tremendamente lucrativos, e a GSK sobressai em ambas as categorias.

O negócio das vacinas é particularmente atraente porque uma dose individual (ou injeção) custa à GSK cerca de US\$ 1,50 para ser fabricada e é vendida por cerca de US\$ 9 para programas nacionais de

vacinação. Isso propicia à GSK um lucro líquido aproximado de US\$ 7,50 por dose. Essa remarcação dá à GSK uma margem de lucro muito saudável, que melhora a cada nova doença para a qual a companhia desenvolve uma vacina. Considere o seguinte: o lucro da GSK aumentou 10% em 2009 com a eclosão da gripe suína — uma doença para a qual a companhia tinha uma vacina de última geração pronta para inocular as massas.

Além de suas patentes e da vantagem competitiva duradoura que possui com as vacinas, a GSK também estabeleceu relações com governos pelo mundo e dispõe de capital para criar, fabricar e vender vacinas em escala mundial. Se

você estivesse encarregado da saúde de mais de 30 milhões de crianças de uma nação, de quem compraria vacinas? Compraria todo ano? Ano após ano? Você pegaria a maior e melhor. Existem apenas quatro gigantes farmacêuticas que controlam a maior parte da produção de vacinas no mundo, e a GSK é uma delas.

Existe outro componente na equação da vacina que também se traduz como DINHEIRÃO: a cada ano, mulheres de mundo inteiro dão à luz aproximadamente 133 milhões de bebês — só nos Estados Unidos são 4,3 milhões de novos bebês. Com os Centros de Controle de Doenças norte-

americanos recomendando que crianças recém-nascidas a até seis anos de idade recebam 34 doses individuais de vacina, isso significa que o mercado para essas 34 doses de vacina aumenta em torno de 4,3 milhões a cada ano só nos Estados Unidos. Isso por sua vez significa que os fabricantes que vendem vacinas nos Estados Unidos têm potencial para obter um lucro de US\$ 1,09 bilhão a cada ano ($4,3 \text{ milhões} \times 34 \times \text{US\$ } 7,50 = \text{US\$ } 1,09 \text{ bilhão}$). Considere o número de vacinas anuais no mundo inteiro, e as cifras serão assombrosas — aproximadamente US\$ 34 bilhões por ano ($133 \text{ milhões} \times 34 \times \text{US\$ } 7,50 = \text{US\$ } 33,9 \text{ bilhões}$). Depois de dez

anos, apenas nos Estados Unidos, os fabricantes de vacinas vão somar mais de US\$ 10 bilhões de lucro líquido. Em escala mundial, o número salta para um lucro potencial de US\$ 340 bilhões.

E espere um pouco, pois o cenário fica ainda melhor. Com a invenção de cada nova vacina vem uma patente válida por vinte anos e a garantia de que ninguém mais pode fabricar a vacina. Em outras palavras, a companhia tem um monopólio.

Mesmo quando a patente expira, as outras companhias raramente entram no mercado porque os grandes fabricantes têm um relacionamento permanente

com os departamentos de saúde dos governos pelo mundo. Isso permite aos fabricantes continuar produzindo as mesmas vacinas ano após ano e manter as largas margens de lucro mesmo depois que as patentes expiram.

E por último, mas não menos importante, os fabricantes de vacina dos Estados Unidos estão completamente imunes a processos na justiça. Na década de 1980, vários lotes de vacinas ruins fizeram mal a tantas crianças que os processos bem-sucedidos resultantes ameaçaram falir os fabricantes, de modo que estes fizeram lobby no Congresso em favor de um projeto que os tornou uma classe protegida.

Medicamentos sob prescrição

No campo das drogas sob prescrição, os carros-chefes da GSK incluem Paxil, Wellbutrin, Zofran, Augmentin e Valtrex, todos com patentes vencidas. Isso significa que a GSK agora terá a competição dos medicamentos genéricos. Mas a companhia fabrica muitos medicamentos de marca que geram grande volume de renda e possui um exército de cientistas e pesquisadores buscando novas drogas. Apesar de a expiração da patente de medicamentos

ser muito noticiada, no fim das contas muitos pacientes continuam a pedir os remédios de marca, mesmo quando há substitutos mais baratos à disposição. O remédio para asma Advair da GSK é um desses. A GSK inculca o nome da marca Advair na mente dos consumidores/pacientes por meio de anúncios de TV. Isso resulta em pacientes pedindo Advair pelo nome para seus médicos, o que significa um fluxo de renda recorrente para a GSK à medida que as pessoas seguem renovando suas prescrições. Apenas em 2010, o Advair gerou US\$ 8 bilhões em vendas.

Eis aqui uma lista de muitos produtos de marca da GSK que

contribuem para seus resultados todos os anos:

Advair	Amoxil
Albenza	Aquafresh
Alli	Arixtra
Amerge	Arranon
Augmentin	Panadol
Avandia	Panadol Night
Avodart	Pandemrix
BC Powder	Parnate
Beano	Parodontax
Beconase	Paxil
Biotene	Promacta

Boniva	Ralgex
Boost	Relenza
Ceftin	Requip
Coreg	Ribena
Coreg CR	Sensodyne
Dexedrine	Serlipet
Flixonase	Setlers
Geritol	Tagamet
Gly-Oxide	Treximet
Goody's Powder	Trizivir
Horlicks	Tums
Imitrex	Twinrix
Keppra	Tykerb

Lamictal	Valtrex
Lanoxin	Ventolin HFA
Levitra (Bayer Healthcare)	Veramyst
Lovaza	Vesicare
Lucozade	Wellbutrin
Macleans (creme dental)	Zantac
Nicoderm	Zofran
Nicorette	Zovirax
NiQuitin	

Crescimento do lucro líquido

por ação da GlaxoSmithKline

O crescimento do lucro líquido por ação de uma companhia sempre foi um dos testes de Warren para ver se a empresa em questão tem vantagem competitiva duradoura ou não. Ele procura vigor e consistência, o que a GlaxoSmithKline exibe, exceto em 2010, quando gastos de reestruturação (leia-se redução e extinção de serviços repetitivos) baixou o lucro líquido por ação para US\$ 0,99. No ano seguinte, o lucro por ação subiu de novo, saltando para US\$ 3,80.

De 2001 a 2011, a GSK mostrou aumento de 163% no lucro por ação —

e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 10,19% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	3,80
2010	0,99
2009	3,38
2008	3,26
2007	3,74
2006	3,50
2005	2,98
2004	2,74
2003	2,52

2002	1,98
2001	1,44

Com lucro por ação de US\$ 3,80 em 2011 e preço solicitado de US\$ 40 por ação, podemos calcular que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 3,80 ou 9,5%, e podemos ver que essa taxa de retorno inicial de 9,5% irá crescer a uma taxa anual de cerca de 10,19%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011, a GSK mostrou aumento de 72% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 5,62% nos últimos dez anos. Um dos motivos para o baixo crescimento no valor contábil anual (5,62%) em relação à taxa de crescimento anual do lucro (10,19%) é que a GSK não precisa conservar muito de seu lucro líquido para aumentar o lucro por ação, de modo que aquilo que não gasta em melhorias de capital, desembolsa como dividendos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$

2011	6,20
2010	5,24
2009	6,21
2008	5,21
2007	6,98
2006	6,53
2005	4,69
2004	4,15
2003	4,76
2002	3,58
2001	3,59

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a GSK tinha valor contábil de US\$ 6,20 por ação e estava rendendo aproximadamente US\$ 3,80 por ação. Como um equity bond, rendeu uma taxa anual de retorno de 61,2%, o que é um equity bond incrível.

Visto que não pudemos comprar a GSK pelo valor contábil de US\$ 6,20 por ação, tivemos que pagar o preço de mercado de cerca de US\$ 40 por ação em 2011. Isso significa que podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial de 9,5%,

deduzido o imposto sobre o lucro, com o equity bond da GSK (US\$ 3,80 / US\$ 40 = 9,5%), mas essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus ganhos, que estamos projetando pela taxa histórica de crescimento anual por ação de 10,19%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,80, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 10,19% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, precisamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em

<http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 10,19% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 3,80 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 10,03. Isso significa que podemos projetar que a GlaxoSmithKline renderá US\$ 10,03 por ação.

Agora, será que esses US\$ 10,03 de lucro por ação valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 11, de 2011 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$

110,33 ($11 \times \text{US\$ } 10,33 = \text{US\$ } 110,33$). Se compramos a ação da GSK por US\$ 40 em 2011 e vendermos por US\$ 110,33 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 70,33 por ação, dando um retorno total de 175% e uma taxa composta anual de retorno de 10,68% no período de dez anos.

Embora a GlaxoSmithKline tenha elevado seu dividendo quase todos os anos nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 2,08 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 20,80 ao produto de US\$ 110,33 da venda, alcançando o produto combinado da venda e dividendos a US\$ 131,13. Isso

aumenta nosso retorno total para 227% e nossa taxa composta anual de retorno para 12,61%.

E então, uma taxa composta anual de retorno de 12,61% em dez anos lhe interessa? Warren comprou o equivalente a US\$ 75,5 milhões em ações da GlaxoSmithKline porque considerou uma taxa composta anual de retorno de 12,61% por dez anos um investimento muito atraente. Mesmo que no curto prazo ele mostre uma perda no investimento.

CAPÍTULO 13

Johnson & Johnson

Endereço:

One Johnson & Johnson Plaza

New Brunswick, Nova Jersey 08933

EUA

Telefone: (732) 524-0400

Website: <http://www.jnj.com>

Setor: farmacêutico, produtos de
cuidado com a
saúde e de consumo

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1887

Empregados: 114 mil

Vendas: US\$ 65 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 13,7 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 4,95 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 9,99%

Valor contábil por ação: US\$ 23,05

Crescimento médio anual do valor
contábil

por ação: 11,23%

Dividendos/Rendimentos de 2011:
US\$ 2,28 / 3,4%

Anos das compras da Berkshire:
2006, 2007, 2010

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 60,85

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: JNJ

Em 2011, a Berkshire possuía 45.022.563 ações, ou 1,6% das ações em circulação da Johnson & Johnson. Com a ação da Johnson & Johnson negociada a US\$ 65, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 2,93 milhões; com um custo de US\$ 2,749 bilhões, a Berkshire tinha um lucro de US\$ 181 milhões nesse investimento.

A Johnson & Johnson é uma fabricante e vendedora global de produtos farmacêuticos e equipamento

médico, além de uma série de produtos de marca de consumo diário. Está em atividade desde 1887 e um de seus primeiros produtos a ocupar um lugar na mente dos consumidores foi o talco Johnson's Baby e, mais tarde, o óleo Johnson's Baby. Esses produtos criaram a riqueza para o desenvolvimento e a comercialização de itens domésticos básicos como curativos Band-Aid, Motrin e Tylenol, produtos de pele e beleza Neutrogena, AVEENO, e as marcas Listerine e Benadryl. A Johnson & Johnson emprega mais de 114 mil pessoas e tem 250 companhias operando em mais de sessenta países.

O fundamental para Warren são os

produtos de marca. Listerine, Band-Aid, Motrin e Tylenol vão continuar existindo por muito, muito tempo, e as fábricas e os equipamentos que os produzem só precisam ser substituídos quando os componentes se desgastam. Isso cria um fator econômico de longo prazo bem melhor que, digamos, a indústria automobilística, onde a cada poucos anos as companhias precisam gastar centenas de milhões em pesquisa e desenvolvimento e na reequipagem das fábricas para produzir um modelo mais novo.

Vantagem fiscal internacional

da Johnson & Johnson

A vantagem que uma companhia internacional como a Johnson & Johnson pode oferecer ao investidor de longo prazo em relação às companhias domésticas norte-americanas é que as operações no exterior não são tributadas até a Johnson & Johnson trazê-las de volta para os Estados Unidos — o que não costuma fazer. Mas a empresa informa esses lucros na demonstração de resultados tão logo são obtidos, de modo que o mercado pode levar em conta o valor que acrescentam à companhia. Pense nisso como a Johnson & Johnson adiando o

pagamento de impostos sobre sua renda no exterior para sempre, se ela assim desejar. Isso significa que todo o dinheiro que teria ido no pagamento de impostos entra no lago de capital além-mar, o que significa que a companhia tem ainda mais dinheiro para fomentar suas operações estrangeiras. O que ajuda a explicar por que a taxa composta média de crescimento das vendas internacionais da J&J foi de 10,5%, enquanto o crescimento das vendas nos Estados Unidos foi de apenas 5,5% no mesmo período. No 10-K de 2011 apresentado pela J&J na Comissão de Valores Mobiliários (SEC) é relatado o seguinte:

Em 2 de janeiro de 2011 e 3 de janeiro de 2010, os montantes acumulados de lucros internacionais não distribuídos foram aproximadamente de US\$ 37 bilhões e US\$ 32,2 bilhões, respectivamente. A companhia pretende continuar a reinvestir seus lucros internacionais não distribuídos para expandir suas operações internacionais; portanto, não foi registrada nenhuma despesa com impostos norte-americanos no que se refere à parcela não distribuída que não se pretende repatriar.

Isso significa que, dos US\$ 77 bilhões da J&J em lucros retidos, aproximadamente 48% são mantidos no exterior, longe das garras das autoridades fiscais norte-americanas, e estão livres para crescer sem o impedimento dos efeitos da tributação

dos Estados Unidos.

Para entender o poder que esse abatimento fiscal pode ter no aumento do valor de uma companhia, considere o seguinte: a J&J obtém em média uma taxa de retorno de 10% sobre os ativos. Se nos próximos dez anos obtiver uma taxa composta anual de retorno de 10% sobre os US\$ 37 bilhões que mantinha no exterior no final de 2010, em 2020 esse lago de lucro internacional terá crescido para um pouco mais de US\$ 100 bilhões. Se tivesse que pagar impostos federais e estaduais norte-americanos sobre esse montante, o lago de lucros internacionais não distribuídos teria crescido para cerca de apenas US\$ 65

bilhões. O que significa que podemos argumentar que a vantagem fiscal internacional que a J&J possui vai ajudar seus acionistas a ficarem em torno de US\$ 35 bilhões mais ricos, o que equivale a cerca de 62% do lucro líquido de US\$ 56 bilhões da J&J em 2010.

Quando você pensar em vantagem fiscal internacional, pense em composição com esteroides. Uma vez que Warren é todo ligado em crescimento no longo prazo, essa vantagem fiscal internacional é importante. Ele sabe que isso contribui muitíssimo para o crescimento do lucro da Johnson & Johnson em longo

prazo, e que por fim levará ao crescimento no longo prazo do valor subjacente da companhia, que o mercado acionário reconhecerá subindo o preço das ações.

Crescimento do lucro líquido por ação da Johnson & Johnson

De 2001 a 2011 a Johnson & Johnson mostrou aumento de 159% no lucro por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 9,99% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	4,95
2010	4,76
2009	4,63
2008	4,57
2007	4,15
2006	3,76
2005	3,50
2004	3,10
2003	2,70
2002	2,23
2001	1,91

--	--

Com lucro por ação de US\$ 4,95 em 2011 e preço solicitado de US\$ 65 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 4,95 ou 7,6%, e podemos argumentar ainda que a taxa de retorno inicial de 7,6% irá crescer pela taxa histórica de crescimento do lucro por ação de aproximadamente 9,99%.

Histórico do valor contábil

por ação

De 2001 a 2011 a Johnson & Johnson apresentou aumento de 189% no valor contábil por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 11,23% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	23,05
2010	20,66
2009	18,37
2008	15,35
2007	15,25

2006	13,59
2005	12,73
2004	10,71
2003	9,05
2002	7,65
2001	7,95

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a Johnson & Johnson estava lucrando aproximadamente US\$

4,95 por ação e tinha valor contábil de US\$ 23,05 por ação. Isso significa que nosso equity bond da Johnson & Johnson estava rendendo uma taxa de retorno anual de 21,4% ($\text{US\$ } 4,95 / \text{US\$ } 23,05 = 21,4\%$). Mas não pudemos comprar pelo valor contábil de US\$ 23,05 por ação, tivemos que pagar o preço do mercado de 2011, de cerca de US\$ 65 por ação. Isso significa que podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 7,6% com nosso equity bond da Johnson & Johnson ($\text{US\$ } 4,95 / \text{US\$ } 65 = 7,6\%$). Entretanto, essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida

que a companhia aumentar seus lucros, os quais estamos projetando que serão na taxa histórica de lucro por ação de 9,99%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 4,95, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 9,9% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, precisamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em

<http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 9,99% para Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 4,95 para Valor Atual e 10 como número de

Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 12,83. Isso significa que, se pagamos US\$ 65 por ação da Johnson & Johnson em 2011, em 2021 ela estará rendendo US\$ 12,83, deduzido o imposto sobre o lucro, o que equivale a uma taxa de retorno de 19,7% no investimento de US\$ 65 por ação.

Agora, será que esses US\$ 12,83 por ação valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12 (que é também o mais baixo do histórico de dez anos), então podemos projetar que a ação será negociada a

US\$ 153,96 em 2021.

Se compramos a ação da Johnson & Johnson por US\$ 65 em 2011 e vendermos por US\$ 153,96 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 88,96 por ação, dando-nos um retorno total de 136,8% e uma taxa composta anual de retorno de 9,01% para o período de dez anos.

Embora a Johnson & Johnson tenha aumentado seu dividendo anualmente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 2,28 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 22,80 ao produto de US\$ 153,96 da venda, alcançando o produto da venda e

dividendos combinados a US\$ 176,76, o que eleva nosso retorno total para 171% e nossa taxa composta anual de retorno para 10,52%.

Uma taxa anual projetada de retorno de 10,52% por dez anos lhe parece animadora? Para Warren é animadora o suficiente para manter US\$ 2,93 bilhões em ações da Johnson & Johnson.

CAPÍTULO 14

Kraft Foods, Inc.

Endereço:

Three Lakes Drive

Northfield, IL 60093 EUA

Telefone: (847) 646-2000

Website: <http://www.kraft.com>

Setor: confeitaria, alimentos e
bebidas

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1903

Empregados: 97 mil

Vendas: US\$ 52,5 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 4,1 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 2,20 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 6,52%

Valor contábil por ação: US\$ 22,50

Crescimento médio anual do valor
contábil por ação: 5,22%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 1,16 / 3,3%

Anos das compras da Berkshire:
2007, 2008

Preço médio por ação pago pela

Berkshire: US\$ 32,91

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: KFT

Em 2011, a Berkshire possuía 97.214.514 ações, ou 5,6% das ações da Kraft Foods em circulação. Com a ação da Kraft negociada a US\$ 35, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 3,4 bilhões; com um custo de US\$ 3,2 bilhões, a Berkshire tinha um lucro aproximado de US\$ 200 milhões nesse investimento.

A Kraft é a maior companhia de alimentos e bebidas dos Estados Unidos e a segunda maior do mundo. É grande. Estamos falando de queijos Kraft, doces Cadbury, cafés Maxwell House e Jacobs, biscoitos e bolachas

Nabisco, cream cheese Philadelphia, carnes Oscar Mayer e muito mais. A Kraft comercializa marcas em mais de 180 países, e quarenta dessas marcas têm mais de cem anos de idade. É exatamente isso que Warren procura — produtos consistentes que nunca precisam ser atualizados para se manter competitivos. Nenhum “avanço tecnológico” jamais vai tornar o biscoito recheado Nabisco Oreo da Kraft obsoleto. Daqui a cem anos, as crianças ainda estarão abrindo ao meio aquelas delícias de chocolate e creme e lambendo o recheio com um sorriso em suas carinhas.

Warren gosta de companhias antigas e muito bem-sucedidas, e com a Kraft

ele consegue ambas as coisas. Aberta em 1903 por James L. Kraft e seus quatro irmãos como um atacado de queijo com vendas porta a porta em Chicago, a empresa logo se firmou. Em 1912 a Kraft estabeleceu sua sede norte-americana em Nova York. Em 1914 possuía 31 tipos de queijo diferentes, que vendia por todos os Estados Unidos. Mas o sucesso da Kraft começou realmente a aumentar em 1915, quando inventou e patenteou um processo para produzir queijo pasteurizado. Isso permitiu à Kraft vender quase 3 mil toneladas de queijo enlatado ao exército dos Estados Unidos para as rações da Primeira

Guerra Mundial e proporcionar o sabor do queijo Kraft para cerca de 1 milhão de militares norte-americanos.

A década de 1920 foi um período de crescimento para a companhia por meio de aquisições: em 1927, os molhos para salada A. E. Wright, e em 1928 Phenix Cheese, Southern Dairies e Henard Mayonnaise. Em 1929 a Kraft adquiriu quinze companhias diferentes, inclusive três outros fabricantes de maionese. Em 1930, detinha 40% do mercado de queijo dos Estados Unidos e tinha se tornado a terceira maior fábrica de laticínios do país. O Velveeta foi lançado em 1928, e foi um sucesso instantâneo porque podia ser derretido com facilidade. O

macarrão com queijo Velveeta tornou-se instantaneamente uma receita favorita nos lares norte-americanos.

Na década de 1930 a Kraft fundiu-se com a National Dairy, formando a maior operação de laticínios dos Estados Unidos. Durante a Segunda Guerra Mundial, a Kraft enviou 10 mil toneladas de queijo para a Grã-Bretanha todos os meses, montando o cenário para a criação de um mercado europeu para os produtos Kraft.

Em 1947 a companhia testou a venda de queijo em uma nova invenção chamada televisão, por meio do programa *Kraft Television Theatre*. O primeiro queijo testado foi um produto

novo, nunca anunciado antes, e, embora não houvesse outro apoio publicitário para ele, as lojas não conseguiram acompanhar a demanda criada pelas propagandas de TV. Anunciar na TV realmente funcionava.

Na década de 1950 a Kraft levou para o mercado o queijo embalado fatiado e o Cheez Whiz. Os anos 1960 viram a introdução do Kraft Singles — fatias de queijo embaladas individualmente. Também foram lançados os doces de frutas, marshmallows e molhos para churrasco. A Kraft também começou a fazer sua grande investida sobre os mercados mundiais nas décadas de 1960 e 1970.

O início dos anos 1980 viu a Kraft fundir-se com a Dart Industries — fabricantes das pilhas Duracell, eletrodomésticos West Bend e potes plásticos Tupperware. Também adquiriu os eletrodomésticos KitchenAid, a Lender's Bagels e os chás Celestial Seasonings.

Mais adiante, nos anos 1980, a Kraft fez o *spin-off* das empresas que não pertenciam ao setor alimentício ou, como no caso da Duracell, vendeu para a firma de capital fechado Kohlberg Kravis & Roberts em 1988.

A companhia de tabaco Philip Morris comprou a Kraft no final de 1988 por US\$ 12,9 bilhões e a fundiu

com sua divisão General Foods, que incluía as marcas Oscar Mayer de carnes, café Maxwell House, gelatina Jell-O, refeições congeladas Budget Gourmet, produtos de panificação Entenmann's e refrescos em pó Kool-Aid, Crystal Light e Tang. Em 1990 a Philip Morris adquiriu a fábrica europeia de café e doces Jacobs Suchard.

Em 2000 a Philip Morris adquiriu a gigante alimentícia internacional Nabisco Holdings por US\$ 18,9 bilhões e fundiu a Nabisco com a Kraft no mesmo ano.

Em 2007 a Philip Morris (hoje chamada Altria) concluiu que o estigma do negócio de tabaco fazia

com que o mercado subavaliasse seu grupo alimentício Kraft, por isso decidiu pelo *spin-off* da Kraft/General Foods para liberar o verdadeiro valor da Kraft aos proprietários da Altria. Foi um processo em duas etapas: primeiro a Philip Morris vendeu 16% da Kraft ao público no outono de 2007 por uma avaliação de mercado em torno de US\$ 60 bilhões.

Em 2008 a Berkshire Hathaway anunciou ter adquirido 8% do total de ações em circulação da Kraft por aproximadamente US\$ 4 bilhões. Também anunciou que Charlie Munger, sócio de Warren na Berkshire, havia adquirido US\$ 300 milhões em ações

da Kraft para sua conta pessoal.

Em 2010 a Kraft comprou a confeitaria britânica Cadbury por US\$ 16,2 bilhões, tornando a Kraft-Cadbury a segunda maior fabricante de produtos de confeitaria do mundo, logo atrás da Nestlé, que é a mais diversificada e maior companhia alimentícia do mundo.

Vamos olhar os números

Se observarmos o histórico do lucro por ação da Kraft, poderemos ver que de 2001 a 2011 apresentou aumento de 88% no lucro por ação e uma taxa

geral composta de crescimento anual de 6,52% nos últimos dez anos. Durante a crise bancária, as pessoas ainda tinham que comer, e os lucros da Kraft permaneceram firmes e fortes. Warren gosta de lucros firmes e fortes.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	2,20
2010	2,02
2009	2,03
2008	1,88
2007	1,82
2006	1,94
2005	1,88

2004	1,87
2003	2,00
2002	2,02
2001	1,17

Com o lucro por ação de US\$ 2,20 da Kraft em 2011 e preço solicitado de US\$ 35 por ação, obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,20 ou 6,28% ($\text{US\$ } 2,20 / 35 = 6,28\%$) e podemos prever que essa taxa de retorno inicial de 6,28% irá crescer a uma taxa anual de 6,52%. Esse é um retorno interessante para você? Se a Kraft

conseguir mantê-lo ao longo do tempo, o valor de sua ação também subirá para refletir o aumento do lucro por ação e do valor contábil por ação subjacente.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011 a Kraft apresentou aumento de 66% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 5,22% nos últimos dez anos.

ANO

	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	22,50
2010	20,30
2009	17,57
2008	15,11
2007	17,80
2006	17,45
2005	17,72
2004	17,54
2003	16,57
2002	14,93
2001	13,53

Em 2011 a Kraft Foods tinha valor contábil de US\$ 22,50 por ação e estava rendendo aproximadamente US\$ 2,20 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, tem uma taxa anual de retorno de 9,7%. Mas não pudemos comprar pelo valor contábil de US\$ 22,50 por ação, tivemos que pagar o preço de mercado de cerca de US\$ 35 por ação de 2011. Isso significa que podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial de 6,28% com nosso equity bond da Kraft, mas essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre lucro, irá aumentar a uma base anual de 6,52%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,20 deduzido o imposto sobre o lucro crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 6,52% por dez anos? Vamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 6,52% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 2,20 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 4,14. Isso significa que, se pagamos US\$ 35 por ação da Kraft em 2011, em 2021 ela estará rendendo US\$ 4,14, o que equivale a uma taxa de retorno de

13,4% sobre nosso investimento de US\$ 35 por ação.

Agora, será que esses US\$ 4,14 por ação valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12,8 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 52,99. Se compramos a ação da Kraft por US\$ 35 em 2011 e vendermos por US\$ 52,99 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 17,99 por ação, dando um retorno total de 51% e uma taxa composta anual de retorno de 4,23% no período de dez anos.

Embora a Kraft tenha aumentado seu

dividendo de modo consistente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 1,16 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 11,60 ao produto bruto de US\$ 52,99 da venda, alcançando o produto de venda e dividendos a US\$ 64,59, o que aumenta nosso retorno total para 84,54% e nossa taxa composta anual de retorno para 6,32%.

Uma taxa composta anual de retorno projetada em 6,32% para dez anos parece um investimento atraente para você? Para Warren é atraente o bastante para comprar o equivalente a US\$ 3,2 bilhões em ações da Kraft.

CAPÍTULO 15

Moody's Corporation

Endereço:

7 World Trade Center

250 Greenwich Street

Nova York, NY 10007 EUA

Telefone: (212) 553-0300

Website: <http://www.moodys.com>

Setor: agência de classificação
financeira

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1909

Empregados: 3.900

Receita: US\$ 2,3 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 560 milhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 2,45 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 14,02%

Valor contábil por ação: US\$ 0,55—
negativo

Crescimento médio anual do valor
contábil por ação: 0%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 0,56 / 1,75%

Ano da compra da Berkshire: 2010

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 20,79

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: MCO

Em 2011, a Berkshire possuía 28.414.000 ações em circulação da Moody's (cerca de 12%). Com a ação da Moody's negociada a US\$ 32, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 909 milhões; com custo aproximado de US\$ 284 milhões, a Berkshire tinha lucro de US\$ 625,2 milhões nesse investimento.

A Moody's Corporation possui duas empresas separadas. Uma é a Moody's Analytics, que fornece análise de crédito, pesquisa econômica, software de gestão de risco financeiro e

serviços de consultoria para profissionais do mercado de capitais e gestores de risco, produzindo cerca de US\$ 600 milhões em receitas. A outra empresa é a Moody's Investor Service, uma agência de classificação de crédito que realiza pesquisa financeira internacional e análise de emitentes de títulos comerciais e governamentais. É essa empresa que classifica a solvabilidade de emitentes de títulos e gera a maior parte da receita da Moody's Corporation. Atualmente, a Moody's controla cerca de 40% do mercado mundial de classificação de crédito. As outras grandes jogadoras são Standard & Poor's e Fitch Ratings.

A Moody's foi fundada em 1909 por

John Moody quando ele publicou um manual de investimento intitulado *Análise de Investimentos em Ferrovias*, que fornecia avaliação de risco de diferentes títulos ferroviários. Em 1914, a companhia havia se expandido para a classificação de títulos municipais, e em 1924 cobria praticamente 100% do mercado de títulos norte-americano. Na década de 1970, expandiu-se para a dívida comercial e internacional e começou a cobrar dos emissores de títulos para classificar sua dívida; antes, cobrava apenas de investidores em busca de informações.

De todas as empresas em que

Warren investe, a Moody's provavelmente é a mais lucrativa para o capital empregado. Suas margens de operação situam-se de maneira consistente entre 45% e 55% — comparadas com os 31% da Coca-Cola ou os 32% da Johnson & Johnson —, e o lucro líquido se mantém forte e estável mesmo nos piores ambientes econômicos.

Uma das singularidades do negócio da Moody's é ter uma renda líquida de mais de US\$ 500 milhões por ano, e ainda assim um valor contábil negativo por ação. Como pode isso? A Moody's é uma empresa tão excepcional que não precisa de muita coisa em termos de ativos para ganhar dinheiro —

basicamente, espaço para escritórios, computadores e equipamento para 3,6 mil pessoas, e é isso. O total em instalações e equipamento custa US\$ 535 milhões, o que significa que a qualquer ano a Moody's lucra o suficiente para se duplicar, caso necessário. Seu ativo total é US\$ 2,5 bilhões, e o passivo total, US\$ 2,7 bilhões, o que basicamente gera para a companhia um patrimônio líquido negativo de cerca de US\$ 200 milhões. O que a mantém funcionando é o sólido fluxo de renda e o excesso de capital que produz ano após ano.

Então o que acontece com todo o dinheiro que a Moody's ganha? Uma

pequena parte é desembolsada em dividendos, mas a outra parte é usada principalmente para recomprar agressivamente suas próprias ações. De 2001 a 2011 a empresa recomprou 76 milhões de ações a um custo aproximado de US\$ 4,4 bilhões.

Crescimento do lucro líquido por ação da Moody's

De 2001 a 2011, a Moody's apresentou aumento de 271% no lucro por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 14,02% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	2,45
2010	1,97
2009	1,69
2008	1,86
2007	2,50
2006	2,25
2005	1,82
2004	1,50
2003	1,17
2002	0,92
2001	0,66

Com lucro por ação de US\$ 2,45 em 2011 e preço solicitado de US\$ 32 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,45 ou 7,6%, e podemos afirmar que essa taxa de retorno inicial de 7,6% irá crescer na taxa histórica de crescimento anual do lucro por ação de aproximadamente 14,02%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,45 por ação, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual aproximada de 14,02% por dez

anos? Use a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato> para ajudar a determinar esse valor futuro.

Insira 14,02% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 2,45 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 9,10. Isso significa que, se pagamos US\$ 32 por ação da Moody's em 2011, em 2021 ela estará rendendo cerca de US\$ 9,10.

Agora, será que esses US\$ 9,10 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário irá

avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 109,20 ($\text{US\$ } 9,10 \times 12 = \text{US\$ } 109,20$). Se compramos a ação da Moody's por US\$ 32 em 2011 e vendermos por US\$ 109,20 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 77,20 por ação, dando retorno total de 241% e uma taxa anual de retorno de 13,06% no período de dez anos.

Embora a Moody's tenha elevado seu dividendo anualmente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 0,52 por ação, até 2021, podemos acrescentar

US\$ 5,20 ao produto de US\$ 109,20 da venda, alcançando nosso produto de venda e dividendos combinados a US\$ 114,40. Isso eleva nosso retorno total para 257% e nossa taxa composta anual de retorno para 13,59%.

Agora, como você se sente obtendo uma taxa potencial composta anual de retorno de 13,59% por dez anos? Warren sente algo forte o bastante para manter US\$ 909 milhões do dinheiro da Berkshire nas ações da Moody's.

CAPÍTULO 16

Procter & Gamble Company

Endereço:

1 Procter & Gamble Plaza

Cincinnati, OH 45202 EUA

Telefone: (513) 983-1100

Website: <http://www.pg.com>

Setor: produtos de consumo
mundiais

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1837

Empregados: 127 mil

Vendas: US\$ 82 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 11,9 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 3,98 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 9,82%

Valor contábil por ação: US\$ 22,10

Crescimento médio anual do valor
contábil por ação: 18,7%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 2,10 / 3,3%

Ano da compra da Berkshire: 2005,
via aquisição da

Gillette pela P&G

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 6,40

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: PG

Em 2011, a Berkshire possuía 72.391.036 ações, ou 2,6% das ações em circulação da Procter & Gamble. Com a ação da P&G negociada a US\$ 61, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 4,4 bilhões; com um custo de US\$ 464 milhões, a Berkshire tinha lucro de cerca de US\$ 3,9 bilhões nesse investimento.

A Procter & Gamble é uma fabricante e vendedora mundial de quase todo produto que encontramos no banheiro e na lavanderia das casas.

Dê uma olhada na assombrosa variedade de produtos de marca de seu portfólio:

Ariel: marca de detergente para roupas

Bounty: toalha de papel de alta qualidade

Braun: fabricante mundial de pequenos eletrodomésticos

CoverGirl: marca destacada de cosméticos femininos

Crest/Oral B: marca líder de cremes e escovas dentais

Dawn/Fairy: grande marca de detergente líquido para lavar louças

Downey: amaciante de roupas

Duracell: a principal pilha vendida
em 75 países

Fusion: marca emergente de
barbeadores

Gillette: líder mundial na fabricação
de lâminas de barbear

Head & Shoulders: shampoo
anticaspa líder de vendas

Olay: marca líder de produtos para a
pele feminina

Pampers: marca líder em venda de
fraldas

Tide: marca mundial de detergente
para roupas

Agora você está começando a captar
o espírito da coisa: a P&G fornece

produtos que as pessoas usam todos os dias nos banheiros e nas lavanderias do mundo inteiro, produtos que são comprados e consumidos diariamente. O mundo consome 25 bilhões de pilhas por ano, a subsidiária Duracell, da P&G, é a líder em fabricação mundial. A Gillette, da P&G, detém 70% do mercado global de navalhas e lâminas. Isso significa que, todos os dias, 1 bilhão de pessoas ou mais acordam pela manhã e usam produtos da P&G — produtos que se desgastam rapidamente e precisam ser substituídos, produtos que desfrutam de uma tremenda dose de lealdade do consumidor. Tide, a marca de detergente para roupas da P&G, possui

40% do mercado norte-americano e, com US\$ 2,4 bilhões em vendas, estaria classificado como uma companhia Fortune 500 por si só. Muitos dos produtos da P&G são campeões de venda há décadas. Com operações de fabricação no mundo inteiro — 31 unidades de produção só na China —, a P&G é uma gigante no mercado global de produtos de consumo.

História da companhia

A P&G foi fundada em Cincinnati em 1837 por William Procter, um

fabricante de velas inglês, e James Gamble, um fabricante de sabonete irlandês, que se conheceram quando casaram com duas irmãs de Cincinnati chamadas Olivia e Elizabeth Norris. O pai das garotas, Alexander Norris, era um empresário local que viu grande futuro nas velas e no sabonete (o sabonete revelou-se um negócio melhor) e persuadiu os dois genros a entrar no ramo juntos, colocando o capital inicial.

Em 1859 a P&G fazia um negócio estrondoso vendendo velas (não havia luz elétrica) e sabonete (havia montes de operários sujos construindo o Oeste americano), com as vendas atingindo US\$ 1 milhão. Em 1861 a P&G tornou-

se a fornecedora de velas e sabonetes preferida do Exército da União na Guerra Civil Americana.

Nos anos 1880 a P&G apresentou um novo produto revolucionário: um sabonete que flutuava! Até então, quando se tomava banho, a barrinha de sabonete afundava na banheira, e ficava escondida enquanto a pessoa procurava por ela às cegas. Graças aos cientistas de produto da P&G, o sabonete passou a flutuar bem à vista na superfície d'água — facilitando ser encontrado. Esse sabonete foi chamado de Ivory. Vendido por centavos a barra, foi um sucesso instantâneo. Na década de 1920 a P&G começou a

patrocinar programas de rádio para ajudar na venda do sabonete Ivory, e esse processo deu origem ao que hoje se chama de “soap operas”.¹ Passados 130 anos desde que foi inventado, o Ivory ainda é uma marca de sabonete muito popular — no mundo inteiro.

A expansão internacional da P&G teve início na década de 1930 com a aquisição da Thomas Hedley Company, a maior fabricante inglesa de velas e sabonetes. A P&G também começou a lançar novos produtos. Em 1947, passou a vender o detergente para roupas Tide, que se tornou uma marca campeã de vendas no mundo inteiro. Em 1957 a P&G colocou no

mercado um novo tipo de creme dental com flúor chamado Crest, e também comprou a Charmin Paper Mills e começou a fazer e vender papel higiênico e toalhas de papel para a cozinha. Em 1961 lançou as fraldas descartáveis Pampers e libertou os bebês e os pais do mundo inteiro das terríveis fraldas de tecido, que tinham de ser lavadas a cada uso.

Em 2005 a P&G adquiriu a fábrica de lâminas de barbear Gillette, e com ela vieram as marcas Duracell e Braun. Nesse processo, a P&G tornou-se a maior companhia de bens de consumo do mundo.

Vantagem fiscal internacional da Procter & Gamble

A P&G beneficia-se da mesma vantagem fiscal internacional que a Johnson & Johnson. Em 2011 a P&G reportou lucros de US\$ 30 bilhões no exterior, os quais ela estava mantendo fora do país para proteger dos impostos norte-americanos. Isso significa que, dos US\$ 70 bilhões de lucro acumulado encontrados no balanço da P&G, aproximadamente 42% são mantidos no exterior, livres para crescer sem o impedimento dos efeitos punitivos dos impostos norte-americanos. Essa é uma vantagem

considerável que no longo prazo pode criar um valor considerável para o acionista. (Para uma ampla discussão dos benefícios da vantagem fiscal internacional, retorne ao capítulo 13, sobre a Johnson & Johnson.)

Crescimento do lucro líquido por ação da Procter & Gamble

De 2001 a 2011 a Procter & Gamble mostrou aumento de 155% no lucro por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 9,82% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	3,98
2010	3,53
2009	3,58
2008	3,64
2007	3,04
2006	2,76
2005	2,53
2004	2,32
2003	2,04
2002	1,80
2001	1,56

Com lucro por ação de US\$ 3,98 em 2011 e preço solicitado de US\$ 61 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,98, ou 6,5%, e podemos afirmar que essa taxa de retorno inicial de 6,5% irá crescer a uma taxa anual de cerca de 9,82%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011 a Procter & Gamble mostrou aumento de 455% no valor

contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 18,7% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	22,10
2010	21,20
2009	21,18
2008	22,46
2007	20,87
2006	19,33
2005	6,47
2004	6,19
2003	5,63

2002	4,64
2001	3,98

Em 2011 a Procter & Gamble teve valor contábil por ação de US\$ 22,10 e rendeu cerca de US\$ 3,98 por ação. O que significa que, da perspectiva de Warren, como um equity bond, rendeu uma taxa de retorno anual de 18% ($\text{US\$ } 3,98 / \text{US\$ } 22,10 = 18\%$).

Mas não pudemos comprar pelo valor contábil de US\$ 22,10 por ação, tivemos que pagar o preço do mercado de 2011, de cerca de US\$ 61 por ação. Assim, podemos argumentar que

obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 6,5% com nosso equity bond da Procter & Gamble ($\text{US\$ } 3,98 / \text{US\$ } 61 = 6,5\%$), mas essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos, os quais estamos projetando pela taxa histórica anual de 9,82% por ação.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 3,98, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 9,82% por dez anos? Para responder a essa pergunta, vamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em

<http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 9,82% para Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 3,98 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 10,16. O que significa que em 2021 a Procter & Gamble estará rendendo US\$ 10,16 por ação.

Agora, será que esses US\$ 10,16 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 16,4 (o mais baixo no histórico de dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a

US\$ 166,62. Se compramos a ação da Procter & Gamble a US\$ 61 em 2011 e vendermos por US\$ 166,62 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 105,62 por ação, dando-nos um retorno total de 173% e uma taxa de retorno anual de 10,57% no período de dez anos.

Embora a Procter & Gamble tenha aumentado seu dividendo anualmente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo de US\$ 2,10 por ação de 2011 até 2021, podemos acrescentar US\$ 21 ao produto da venda, de US\$ 166,62, alcançando o produto de venda e dividendos combinados para US\$ 187,62, o que eleva nosso retorno total

para 207% e nossa taxa de retorno anual para 11,89%

Como lhe soa uma taxa composta anual de retorno de 11,89% por dez anos? Com Warren mantendo US\$ 4,4 bilhões investidos em ações da Procter & Gamble, você pode ter um bom palpite de como soa para ele.

1. “Soap opera” corresponde à “novela” em inglês.
(N. T.)

CAPÍTULO 17

Sanofi S.A.

Endereço na França:

174 Avenue de France

Paris 75013

França

Endereço nos Estados Unidos:

55 Corporate Drive

Bridgewater, NJ 08807 EUA

Telefone: (908) 981-5560

Website: <http://www.sanofi.com>

Setor: farmacêutico, produtos de cuidados com a saúde

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1973

Empregados: 101.575

Vendas: US\$ 45,7 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 7,6 bilhões (2011)

Lucro por ação: US\$ 2,90 (2011)

ADR

Crescimento médio anual do lucro por ação: 12,52%

Valor contábil por ação: US\$ 29,00

ADR

Crescimento médio anual do valor contábil por ação: 4,17%

Dividendos / Rendimentos de 2011: US\$ 1,76 / 5,36% ADR

Anos das compras da Berkshire: 2007, 2008, 2009

Preço médio por ação pago pela Berkshire: US\$ 79

por ações ordinárias / US\$ 39,50 por ADRs

A Sanofi é negociada nos Estados Unidos como ADRs, com cada ADR representando a metade de uma ação ordinária da Sanofi. Os ADRs da Sanofi são negociados na NYSE sob o símbolo SNY.

As ações ordinárias da Sanofi também são negociadas na bolsa de valores de Paris, em euro, sob o símbolo SAN.PA.

Em 2011, a Berkshire possuía 25.848.838 ações das ações em circulação da Sanofi, com um custo de US\$ 2,06 bilhões. Com a ação ordinária da Sanofi negociada ao equivalente a US\$ 70 (US\$ 34 o ADR), a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 1,809 bilhão, gerando perda de US\$ 251 milhões para Warren.

A Sanofi é a terceira maior companhia farmacêutica do mundo, atrás da Pfizer e da GlaxoSmithKline em termos de vendas sob prescrição médica. Embora as origens da

companhia datem de 1973, ela cresceu substancialmente por causa da fusão com outras empresas farmacêuticas, incluindo a Sterling-Winthrop (agora Sterling Drug) — companhia farmacêutica global com sede nos Estados Unidos —, e a Synthelabo, braço farmacêutico da L'Oréal, a maior empresa do mundo de cosméticos e beleza. Em 2004, a Sanofi adquiriu a gigante das vacinas Aventis e no processo tornou sua subsidiária, Sanofi Pasteur, a maior companhia do mundo dedicada inteiramente ao desenvolvimento e à venda de vacinas. Em 2011 a Sanofi adquiriu a Genzyme, a terceira maior empresa de biotecnologia do mundo.

Sanofi Pasteur

Como foi dito anteriormente em nossa discussão sobre a GlaxoSmithKline, não existe negócio como o das vacinas. Apresenta demanda constante e crescente por seus produtos, e as margens de lucro são coisa de outro mundo. Em 2010 a Sanofi Pasteur produziu mais de 1,6 bilhão de doses de vacina para imunizar mais de 500 milhões de pessoas ao redor do mundo. Das quatro principais fabricantes de vacina, é a que possui a maior gama de produtos — cobrindo mais de 25 doenças infecciosas. No todo, vendeu

o equivalente a mais de US\$ 5,5 bilhões em vacinas em 2011, e continuará a ser uma sólida fonte de renda lucrativa por um bom tempo.

(Nota ao leitor: os números financeiros a seguir foram ajustados para as ações ADR da Sanofi, pois esses valores financeiros são os de fácil acesso ao leitor americano. As ações ADR representam a metade de uma ação ordinária da Sanofi, que é negociada na Bolsa de Valores de Paris.)

Crescimento do lucro líquido por ação da Sanofi

Desde a fusão com a Aventis em 2004, a Sanofi exhibe aumento de 128% no lucro por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 12,52% nos últimos sete anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	2,90
2010	2,76
2009	3,02
2008	2,37
2007	2,38
2006	1,95

2005	1,65
2004	1,27

Com lucro por ação de US\$ 2,90 em 2011 e preço solicitado de US\$ 35 por ação ADR, podemos argumentar que estamos obtendo uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,90 por ação, ou 8,2%, e podemos afirmar ainda que essa taxa de retorno inicial de 8,2% irá crescer a uma taxa anual aproximada de 12,52%.

Histórico do valor contábil por ação ADR

De 2004 a 2011 a Sanofi mostrou aumento de 33,1% no valor contábil por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 4,17% nos últimos sete anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	27,85
2010	26,73
2009	26,32
2008	23,87
2007	24,48

2006	22,34
2005	20,38
2004	20,92

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a Sanofi tinha valor contábil por ação ADR de US\$ 27,85 e estava rendendo aproximadamente US\$ 2,90 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, estava rendendo uma taxa de retorno anual de 10,4%, e podemos

alegar que irá crescer conforme a taxa de crescimento anual do lucro por ação da Sanofi, de 12,52%.

Mas não pudemos comprar a Sanofi pelo valor contábil de US\$ 27,85 por ação, tivemos que pagar o preço do mercado de 2011, de cerca de US\$ 35 por ação. Isso significa que podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 8,2% com nosso equity bond da Sanofi ($\text{US\$ } 2,90 / \text{US\$ } 35 = 8,2\%$). Mas essa taxa de retorno inicial vai aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos, que estamos projetando pela taxa histórica de crescimento anual de 12,52%.

Para responder à próxima questão — como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,90, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 12,52% por dez anos? —, use a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 12,52% para Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 2,90 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 9,43. Isso significa que, se pagamos US\$ 35 por ação da Sanofi em 2011, podemos projetar que em 2021 ela estará rendendo US\$ 9,43.

Agora, será que esses US\$ 9,43 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice preço/lucro de 2011, de 11 (que é o P/L mais baixo dos últimos sete anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 103,73 ($11 \times \text{US\$ } 9,43 = 103,73$). Se compramos a ação da Sanofi por US\$ 35 em 2011 e vendermos por US\$ 103,73 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 68,73 por ação, dando-nos um retorno total de 196% e uma taxa composta de retorno anual de 11,48% no período de dez anos.

Embora a Sanofi tenha aumentado seu dividendo anualmente nos últimos sete anos, se apenas conseguir manter o dividendo de US\$ 1,79 por ação de 2011 até 2021, podemos acrescentar US\$ 17,90 ao produto de US\$ 103,73 da venda, alcançando o produto de venda e dividendos combinados a US\$ 121,63, o que eleva nosso retorno total para 247% e nossa taxa composta de retorno anual para 13,27%.

Uma taxa anual composta de retorno projetado em 13,27% por dez anos interessa a você? Para Warren é interessante o suficiente para investir US\$ 2,06 bilhões na Sanofi, embora ainda não tenha obtido lucro nesse

investimento.

CAPÍTULO 18

Torchmark Corporation

Endereço:

3700 South Stonebridge Drive

McKinney, TX 75070 EUA

Telefone: (972) 569-4000

Website:

<http://www.torchmarkcorp.com>

Setor: seguros de vida e
propriedade

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1900

Empregados: 2.300

Receita de prêmios: US\$ 2,65 bilhões (2011)

Rendimento de investimentos: US\$ 698 milhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 525 milhões (2011)

Lucro por ação: US\$ 4,65 (2011)

Crescimento médio anual do lucro por ação: 8,43%

Valor contábil por ação: US\$ 38,10

Crescimento médio anual do valor contábil por ação: 10,89%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 0,49 / 1,36%

Anos das compras da Berkshire:
2000, 2006

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 20,50

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: TMK

Em 2011, a Berkshire possuía 2,82 milhões de ações ordinárias da Torchmark a um custo de US\$ 57,8 milhões. Com a ação da Torchmark negociada a US\$ 36, a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 101,1 milhões, propiciando lucro de US\$ 43,7 milhões.

A holding central da Torchmark é a Liberty National Life Insurance,

fundada em Birmingham, Alabama, em 1900 como uma sociedade beneficente. Tornou-se uma sociedade por ações na década de 1930, e ao longo dos últimos cem anos virou uma empresa que opera em 49 estados, com 130 filiais e 3 mil agentes. Possui mais de US\$ 43 bilhões em seguros em vigor e 4,1 milhões de apólices.

Em 1980 a Liberty National adquiriu a Global Life and Accident Insurance Company e formou a holding Torchmark Corporation. Em 1981, a Torchmark adquiriu a United Investors Life Insurance Company e a United American Insurance Company. Em 1992 adquiriu a American Income Life Insurance Company, e em 2010 vendeu

a United Investors Life Insurance Company.

As companhias Torchmark têm um total de US\$ 150 bilhões em vigor, US\$ 17 bilhões em ativos e US\$ 4 bilhões em patrimônio líquido. Seus ativos são quase que na totalidade títulos de alta categoria, e em 2011 possuía cerca de US\$ 850 milhões em fluxo de caixa livre, o que significa que tem um montante de dinheiro para adquirir outra companhia, ou pagar dividendos mais altos, ou recomprar suas ações.

A Torchmark é uma grande compradora de suas próprias ações, característica que Warren adora. De

2000 a 2011, a companhia enxugou o número de suas ações em circulação em 44%. Isso fez o lucro por ação subir 188% no mesmo período, ao passo que o lucro líquido real cresceu apenas 38%. A redução do número de ações aumentou a fatia de lucro líquido para as ações que sobraram. Esse é um dos benefícios de se ter uma companhia de seguros muito lucrativa: ela pode recomprar suas próprias ações e impulsionar seu lucro por ação em um volume substancial ao longo de um período de apenas dez anos. Essa mesma equação foi usada pela GEICO para ajudar a impulsionar seu lucro por ação antes de ser comprada pela Berkshire.

Histórico do lucro por ação

O histórico do lucro por ação da Torchmark mostra uma forte tendência ascendente de longo prazo. O lucro por ação foi de US\$ 1,27 em 1995 para US\$ 4,65 em 2011.

De 2001 a 2011 a Torchmark mostrou aumento de 124% no lucro por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 8,43% nos últimos dez anos. Isso significa que, com preço solicitado de US\$ 36 para um lucro por ação de US\$ 4,65 em 2011, podemos argumentar que compramos

um equity bond que irá render uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 12,9%. E podemos argumentar que essa taxa de retorno inicial irá crescer a uma média anual de 8,43% pelos próximos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	4,65
2010	4,27
2009	3,98
2008	3,86
2007	3,63
2006	3,33
2005	3,06

2004	2,82
2003	2,57
2002	2,34
2001	2,07

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011 a Torchmark mostrou aumento de 181% no valor contábil por ação, crescendo a uma taxa composta anual de 10,89% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	38,10
2010	33,79
2009	27,35
2008	17,49
2007	24,05
2006	23,50
2005	22,10
2004	21,12
2003	19,16
2002	16,07
2001	13,55

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a Torchmark tinha valor contábil por ação de US\$ 38,10 e estava rendendo aproximadamente US\$ 4,65 por ação. O que significa que podemos argumentar que, como um equity bond, está rendendo uma taxa de retorno anual de 12,2%. Mas em 2011 pudemos comprar a ação da Torchmark por um preço ABAIXO do valor contábil de US\$ 38,10. Isso significa que podemos obter uma taxa de retorno ainda mais alta: pelo preço

de mercado da ação da Torchmark em 2011, de US\$ 36, obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 12,9% com nosso equity bond ($\text{US\$ } 4,65 / \text{US\$ } 36 = 12,9\%$). Podemos projetar que essa taxa de retorno inicial deduzido o imposto sobre o lucro irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos, conforme a taxa histórica de crescimento anual de 8,43% por ação.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 4,65, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 8,43% por dez anos? Determinamos isso usando a

Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 8,43% para Taxa de Juro, US\$ 4,65 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 10,45. O que significa que em 2021 a Torchmark estará rendendo US\$ 10,45 por ação.

Agora, será que esses US\$ 10,45 por ação valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 8 (que está perto do índice P/L mais baixo dos

últimos dez anos), podemos projetar que a ação será negociada por cerca de US\$ 83,60 ($\text{US\$ } 10,45 \times 8 = 83,60$). Se compramos a ação da Torchmark por US\$ 36 em 2011 e vendermos por US\$ 83,60 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 47,60 por ação, dando-nos um retorno total de 132% e uma taxa de retorno anual de 8,79% no período de dez anos.

A Torchmark aumentou seu dividendo anualmente nos últimos dez anos de forma consistente. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 0,49 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 4,90 ao produto bruto de US\$ 83,60 da venda, alcançando o produto de venda e

dividendos a US\$ 88,50. A inclusão dos dividendos eleva nosso retorno total para 145% e nossa taxa de retorno anual para 9,41%.

Para executar a equação da taxa de retorno, acesse
<http://www.moneychimp.com/calculator>
Lá, insira US\$ 36 como Valor Atual, US\$ 88,50 como Valor Futuro, 10 como Número de Anos, clique no botão de cálculo para obter a Taxa Composta de Crescimento Anual, que nesse caso é igual a 9,41%.

A questão agora é: uma taxa de retorno anual projetada em 9,41% para dez anos lhe parece tentadora o bastante? Para Warren é interessante o

suficiente para manter US\$ 101 milhões investidos nas ações da Torchmark.

CAPÍTULO 19

Union Pacific Corporation

Endereço:

1416 Dodge Street

Omaha, NE 68179 EUA

Telefone: (402) 271-5777

Website: <http://www.up.com>

Setor: ferrovia

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1862

Empregados: 42.884

Receita: US\$ 18,7 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 3,2 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 6,50 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 13,15%

Valor contábil por ação: US\$ 40,95

Crescimento médio anual do valor
contábil

por ação: 11,19%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 1,90 / 1,81%

Ano da compra da Berkshire: 2007

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 50

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: UNP

Em maio de 2007, a Berkshire anunciou a compra de 10,5 milhões de ações da Union Pacific (cerca de 4% do total da companhia) a um custo aproximado de US\$ 50 por ação, por um custo total de US\$ 525 milhões. Para se adequar às regulamentações antitruste, a Berkshire vendeu sua posição na Union Pacific em 2009, com lucro, quando adquiriu a Burlington Northern Santa Fe Railroad. Com a ação da Union Pacific negociada a US\$ 100 em 2011, se a Berkshire tivesse mantido as ações, sua posição valeria cerca de US\$ 1,05 bilhão, o equivalente a 100% de retorno sobre o investimento original de Warren em pouco menos de quatro anos.

Durante certa época, Warren deteve participação minoritária em duas ferrovias, a Burlington Northern Santa Fe e a Union Pacific Corporation. Quando Warren fundiu a Berkshire com a Burlington Northern, vendeu a participação da Berkshire na Union Pacific. O motivo para Warren ter vendido as ações da Union Pacific? Como ele disse, foi para evitar problemas de truste e obter a aprovação do governo para a fusão da Berkshire com a Burlington Northern. Ele não quis dar às autoridades o mínimo motivo para dizerem não à compra da Burlington.

Não podemos mais investir na

Burlington Northern a menos que compremos ações na Berkshire Hathaway. Mas ainda podemos investir na segunda ferrovia favorita de Warren, a Union Pacific Corporation.

A vantagem competitiva duradoura da Union Pacific

No início dos anos 1800, as ferrovias norte-americanas tinham um monopólio econômico no transporte de pessoas e em mercadorias pela América. Um verdadeiro monopólio ocorre quando não há concorrência. Já um monopólio econômico existe

quando há concorrência, mas uma das companhias é fornecedora de baixo custo, o que essencialmente aniquila a concorrência. Nas ferrovias sempre houve concorrência; nos primeiros tempos as ferrovias concorriam com navios a vapor, nos rios, e carroças, em terra. A vantagem econômica das ferrovias residia em embarcar tanto pessoas quanto mercadorias para longas distâncias — podendo fazer isso da forma mais rápida e mais barata que a concorrência.

Essa vantagem econômica proporcionou aos proprietários de ferrovias uma grande riqueza, e permitiu que se consolidassem criando monopólios econômicos maiores e

também monopólios regionais. Um dos mais famosos monopólios ferroviários do período foi a Northwest Securities Corporation. Esse truste ferroviário foi formado pela consolidação das ferrovias de E. H. Harriman, James J. Hill, J. P. Morgan e J. D. Rockefeller. Esses titãs da indústria perceberam que, se unissem forças e aglutinassem seus recursos, eliminariam a concorrência e teriam condições de fixar os preços. Isso, por sua vez, lhes permitiu subir os preços e ganhar somas fantásticas de dinheiro.

Essas ações deixaram aqueles barões das ferrovias ainda mais ricos, mas os preços mais altos fizeram a

população norte-americana se sentir extorquida. Em 1904 os americanos vingaram-se quando o presidente Teddy Roosevelt entrou em ação e quebrou o monopólio das ferrovias, despedaçando a Northwest em uma dúzia de ferrovias separadas, de propriedade dos mesmos barões do setor, que tiveram de competir entre si outra vez.

No começo do século XX, muitas ferrovias individuais estavam competindo acirradamente e, no processo, destruindo suas margens de lucro. Somado a um alto custo de capital para trilhos e locomotivas e a uma mão de obra sindicalizada, isso tornou as ferrovias um investimento

ruim no longo prazo, segundo a perspectiva de Warren.

Então aconteceu algo ímpar, como frequentemente acontece no mundo dos negócios competitivos: companhias aéreas e caminhões despontaram como a forma preferida de transporte de pessoas e mercadorias por longas distâncias, e as ferrovias logo se viram lutando pela sobrevivência contra esses novos concorrentes.

Toda essa nova concorrência deteriorou os resultados das ferrovias a tal ponto que muitas ficaram à beira da falência. Isso se tornou uma ameaça à nação; para o bem e para o mal, a América precisa de ferrovias para

transporte a granel de matérias-primas. O governo dos Estados Unidos veio em socorro, promulgando a Lei dos Transportes de 1958, removendo as velhas leis antitruste e permitindo de novo às ferrovias consolidarem-se e formar monopólios “de trilhos” regionais. Em 1970 a Suprema Corte declarou que as ferrovias Great Northern, Northern Pacific, Burlington, Spokane, Portland e Seattle podiam fundir-se na Burlington Northern Railway. Essa companhia mais adiante fundiu-se com Atchison, Topeka e Santa Fe Railway em 1996.

Para contrabalançar o fraco desempenho das ferrovias em comparação com as operações de

transporte por caminhão, o governo deu seu aval para a consolidação e formação de monopólios ferroviários regionais. Por todo o setor, pequenas ferrovias fundiram-se com as grandes para formar monopólios regionais e competir com os caminhões.

E então o preço do óleo diesel foi de 25 centavos o galão, no início dos anos 1970, para mais de US\$ 4 o galão hoje em dia, e de repente voltou a ser vantajoso transportar de trem em vez de caminhão. Considere o seguinte dado econômico: um trem da Union Pacific pode levar uma tonelada de carga por 1,4 mil quilômetros com um único galão de óleo diesel. Isso é

quase cinco vezes mais eficiente que mover a mesma carga de caminhão, e é uma clara vantagem de custo para as ferrovias no longo prazo. Acrescente o fato de que as ferrovias hoje têm condições de fixar preços de monopólio por seus serviços, e você tem um negócio muito lucrativo.

A história é essa. Agora vamos fazer algumas perguntas que Warren usa para identificar uma companhia com monopólio de consumidores duradouro.

O produto ou serviço que a companhia vende hoje é o mesmo produto ou serviço que ela estará vendendo daqui a dez anos? No caso da Union Pacific, é provável que o

mesmo produto e serviço sejam vendidos daqui a cem anos.

Warren entende como o produto funciona? Sim, você faz um produto, coloca-o em um vagão, e a Union Pacific leva-o para onde você quiser.

É necessária uma grande quantidade de pesquisa e desenvolvimento para manter o serviço ou produto competitivo? As ferrovias fazem pouquíssima pesquisa e desenvolvimento — todos os avanços tecnológicos, tais como locomotivas mais rápidas e com consumo de combustível mais eficiente para puxar os trens são desenvolvidos por outras companhias, e então

vendidos à UP. Mesmo os avanços em computação, processamento de dados e comunicações foram todos desenvolvidos fora da UP, por outras companhias.

A companhia em questão tem um monopólio ou é a produtora líder de baixo custo do produto ou serviço que vende? A Union Pacific presumivelmente é tanto um monopólio quanto uma produtora de baixo custo dos serviços que fornece.

Dados econômicos da Union Pacific

Como a Union Pacific se saiu nos últimos dez anos? Em outras palavras, o quão grande é sua vantagem competitiva? E essa vantagem se transformou para valer em dólares de resultado? Vamos percorrer alguns números.

Margem de lucro líquido

O cenário econômico demonstrado por Warren é de que os fatores econômicos dos novos monopólios recém-forjados ficarão cada vez melhores à medida que sua economia de escala melhorar e eles tirarem uma

fatia cada vez maior de dólares do transporte por caminhão. Vamos ver se a margem de lucro líquido da UP melhorou em um período de dez anos.

ANO	ML (Margem de Lucro Líquido, %)
2011	17,1
2010	16,4
2009	12,9
2008	13,0
2007	11,4
2006	10,3
2005	6,7
2004	6,2

2003	9,1
2002	9,0
2001	8,1

Podemos ver que de 2001 a 2011 a Union Pacific registrou aumento um pouco acima de 100% na margem de lucro, indo de 8,1% para 17,1%. Que tal uma margem de lucro de 17,1%? Considere o seguinte: a gigante das transportadoras por caminhão Werner Enterprises produz uma margem de lucro em torno de 5%. Enquanto isso, a gigante financeira GE exibe margem de lucro apenas em torno de 11% nos

bons anos, e a Coca-Cola, que possui uma das mais duradouras vantagens competitivas já criadas, reportou uma margem de lucro de 24,1% em 2010. A Union Pacific, uma ferrovia, está começando a gerar margens de lucro que se aproximam rapidamente dos 20%, índice muito acima do que o setor de caminhões está produzindo e mais parecido com os de uma companhia de produtos de consumo como a Coca-Cola. As coisas vão melhores com Coca-Cola, mas suas mercadorias viajam melhor com a Union Pacific.

Aumento no valor contábil

Embora o valor contábil seja uma forma de avaliação tosca e muitas vezes imprecisa, Warren ainda assim encara aumentos de valor contábil como uma maneira de determinar se o valor subjacente de uma empresa está crescendo. Com a Union Pacific vemos uma elevação de US\$ 17,47 por ação em 2000 para US\$ 36,14 em 2010, conferindo à UP um aumento pouco acima de 100% no valor contábil no período de dez anos. Compare com a transportadora Werner Enterprises, que mostrou aumento de 34% em seu valor contábil por ação no mesmo

período. Para registrar: a GE mostrou aumento de 120%, e a Coca-Cola exibiu aumento de 125% no mesmo período.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	40,95
2010	36,14
2009	33,54
2008	30,70
2007	29,87
2006	27,74
2005	24,85
2004	22,95

2003	23,93
2002	20,99
2001	19,13

Lucro por ação

Vamos conferir o histórico do lucro por ação da Union Pacific, deduzido o imposto sobre o lucro.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	6,50
2010	5,53

2009	3,61
2008	4,45
2007	3,46
2006	2,96
2005	1,70
2004	1,45
2003	2,04
2002	2,15
2001	1,89

O histórico do lucro líquido da Union Pacific mostra uma tendência ascendente forte e consistente —

crescendo 243%, a uma taxa média composta de 13,15% nos últimos dez anos.

Observando de uma perspectiva de negócios

Em 2011 a Union Pacific tinha valor contábil por ação de US\$ 40,95 e estava rendendo aproximadamente US\$ 6,50 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, rendeu uma taxa de retorno anual de 15,8%. Mas não pudemos comprar pelo valor contábil, tivemos que pagar o preço de mercado

de 2011, de cerca de US\$ 100 por ação. O que significa que obtemos uma taxa de retorno, deduzido o imposto sobre o lucro, de 6,5% ($\text{US\$ } 6,50 / \text{US\$ } 100 = 6,5\%$). Podemos projetar também que essa taxa de retorno deduzido o imposto sobre o lucro irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos pela taxa histórica anual de 13,15%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno de US\$ 6,50 deduzido o imposto sobre o lucro crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 13,15% por dez anos? A Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

pode ajudar a responder a essa pergunta.

Insira 13,1% para Taxa de Juro, US\$ 6,50 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 22,26. O que significa que em 2021 a Union Pacific estará rendendo US\$ 22,26 por ação.

Agora, será que esses US\$ 22,26 por ação valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 13,8 (que é o índice P/L mais baixo dos últimos dez anos), podemos projetar que a ação

será negociada por cerca de US\$ 307,18 ($\text{US\$ } 22,26 \times 13,8 = 307,18$). Se compramos a ação da Union Pacific por US\$ 100 em 2011 e vendermos por US\$ 307,18 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 207,18 por ação, dando-nos um retorno total de 207% e uma taxa de retorno anual de 11,88% no período de dez anos.

A Union Pacific aumentou seu dividendo anualmente nos últimos dez anos de forma consistente. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 1,90 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 19 ao produto bruto de US\$ 307,18 da venda, alcançando o produto de venda e dividendos a US\$ 326,18. A inclusão

dos dividendos eleva nosso retorno total para 226% e nossa taxa de retorno anual para 12,55%.

Para executar a equação da taxa de retorno, acesse
<http://www.moneychimp.com/calculator>
Lá, insira US\$ 100 como valor Atual, US\$ 326,18 como Valor Futuro, 10 como Número de Anos, clique no botão de cálculo para então obter a Taxa Composta de Crescimento Anual, que nesse caso equivale a 12,55%.

A questão agora é: uma taxa de retorno anual projetada em 12,55% para dez anos lhe parece atraente?

CAPÍTULO 20

U.S. Bancorp

Endereço:

800 Nicollet Mall

Minneapolis, MN 55402-4302 EUA

Telefone: (651) 466-3000

Website: <http://www.usbank.com>

Setor: banco de varejo e comercial

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1850

Empregados: 63 mil

Lucro líquido: US\$ 4,6 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 2,05 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 6,11%

Valor contábil por ação: US\$ 16,45

Crescimento médio anual do valor
contábil por ação: 10,1%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 0,50 / 1,85%

Anos das compras da Berkshire:
2006, 2007, 2009

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 30,75

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: USB

Em 2011, a Berkshire possuía 78.060.769 ações, ou 4,1% das ações em circulação do U.S. Bancorp. Com a ação do U.S. Bancorp negociada a US\$ 24, a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 1,87 bilhão. Com um custo médio de US\$ 30,75 por ação e custo total de US\$ 2,4 bilhões, a Berkshire tinha perda de US\$ 530 milhões devido à recente baixa do mercado. Da perspectiva de Buffett, o preço das ações em baixa faz delas um investimento de longo prazo melhor, desde que os fatores econômicos subjacentes sejam fortes.

O U.S. Bancorp é o quinto maior banco comercial dos Estados Unidos, com mais de US\$ 311 bilhões em

ativos, e o sexto maior banco norte-americano em termos de depósitos, com US\$ 204 bilhões. Possui mais de 3 mil agências bancárias e 5.320 caixas eletrônicos em 25 estados. O U.S. Bancorp oferece serviços bancários regionais e de varejo, gestão de patrimônio, vendas por atacado e consórcio nacionais, e transações de pagamento globais para mais de 16 milhões de clientes.

Mas o U.S. Bancorp se supera mesmo é em crescer seu negócio pela fusão ou compra de outros bancos. Uma companhia que começou em 1850 com capital de US\$ 8,5 mil e um caixa expandiu-se por meio de aquisições e fusões até o colosso que é hoje em dia.

Desde 1988, o U.S. Bancorp sozinho adquiriu ou fundiu-se com mais de cinquenta outros bancos. Possui agências bancárias com serviço completo em mais estados do que qualquer outro banco. De fato, Warren Buffett mantém seus US\$ 43 bilhões em certificados de ações da Berkshire Hathaway bem guardados em um cofre do U.S. Bancorp em Omaha, Nebraska.

O que Warren acha
interessante

O que Warren acha interessante no

U.S. Bancorp é que esse banco realmente sabe como ganhar dinheiro e sabe como crescer por meio de aquisições que fazem sentido como negócio — o que significa que não paga caro demais por elas. Nos últimos dez anos, produziu retornos consistentes sobre o patrimônio na faixa dos 20%, e o retorno sobre os ativos totais ficou na faixa dos 2%, que é o melhor desempenho de qualquer um dos investimentos bancários de Warren.

Se verificarmos o histórico do lucro por ação do U.S. Bancorp, poderemos ver que de 2001 a 2011 apresentou um aumento de 55% — com apenas um ano de perda em 2009. Mas no geral

cresceu a uma taxa composta anual de 4,5% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	2,05
2010	1,73
2009	0,97
2008	1,61
2007	2,43
2006	2,61
2005	2,42
2004	2,18
2003	1,92
2002	1,84

2001	1,32
------	------

Com lucro por ação de US\$ 2,05 em 2011 e preço solicitado de US\$ 24 por ação, podemos projetar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,05 ou 8,5%, e podemos afirmar que essa taxa de retorno inicial de 8,5% irá crescer pela taxa anual de 4,5%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011, o U.S. Bancorp mostrou aumento de 96% no valor contábil por ação — e não teve nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 6,9% nos últimos dez anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$
2011	16,55
2010	14,78
2009	13,15
2008	10,47
2007	11,60
2006	11,45
2005	11,01

2004	10,52
2003	10,01
2002	9,44
2001	8,43

Análise de compra de Buffett

Em 2011, o U.S. Bancorp tinha valor contábil de US\$ 16,55 por ação, e estava rendendo aproximadamente US\$ 2,05 por ação. O que significa que podemos argumentar que, como um equity bond, rendeu uma taxa anual de

retorno de 12% (US\$ 2,05 / US\$ 16,55 = 12%).

Mas não pudemos comprar pelo valor contábil, tivemos que pagar o preço de mercado, o que pode alterar significativamente os aspectos econômicos de nosso investimento. Se pagamos o preço de mercado de 2011, de aproximadamente US\$ 24 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 8,5% com nosso equity bond do U.S. Bancorp (US\$ 2,05 / US\$ 24 = 8,5%). Essa taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, aumentará à medida que a companhia aumentar seus ganhos, os quais estamos projetando conforme a

taxa de crescimento histórico anual por ação de 4,5%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,05, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de cerca de 4,5% por dez anos? Vamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 4,5% para a Taxa de Juro, US\$ 2,05 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 3,18. Isso significa que, com uma taxa de crescimento anual do lucro por ação de 4,5%, em

2021 o U.S. Bancorp estará rendendo US\$ 3,18 por ação.

Agora, será que esses US\$ 3,18 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12,3 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 39,11 ($12,3 \times \text{US\$ } 3,18 = \text{US\$ } 39,11$). Se compramos ações do U.S. Bancorp a US\$ 24 cada em 2011 e vendermos por US\$ 39,11 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 15,11 por ação, dando um retorno total de 62% e uma taxa composta anual de retorno de 5% no período de dez anos.

Embora o dividendo do U.S. Bancorp tenha caído com o desastre financeiro de 2009, em 2011 o banco pagou dividendo de US\$ 0,50 por ação. Se conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 0,50 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 5 por ação ($10 \times \text{US\$ } 0,50 = \text{US\$ } 5$) ao produto bruto de nossa venda, de US\$ 39,11, alcançando o produto de venda e dividendos a US\$ 44,11, o que aumenta nosso retorno total para 83% e nossa taxa composta anual de retorno para 6,28%.

A questão agora é: você considera interessante uma taxa composta anual potencial de retorno de 6,28% por dez

anos? Warren considera interessante o suficiente para investir US\$ 2,4 bilhões na companhia.

CAPÍTULO 21

Wal-Mart Stores, Inc.

Endereço:

702 WS 8th Street

Bentonville, AR 72716 EUA

Telefone: (479) 273-4000

Website:

<http://www.walmartstores.com>

Setor: varejo de descontos,
mercearia e quase tudo o mais

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1962

Empregados: mais de 2 milhões (é o maior

empregador privado do mundo)

Vendas: US\$ 421 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 15,3 bilhões (2011)

Lucro por ação: US\$ 4,45 (2011)

Crescimento médio anual do lucro por ação: 11,49%

Valor contábil por ação: US\$ 19,35

Crescimento médio anual do valor contábil

por ação: 11,19%

Dividendos / Rendimentos de 2011:

US\$ 1,46 / 2,68%

Anos das compras da Berkshire:
2005, 2009

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 48

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: WMT

Em 2011, a Berkshire possuía 39.037.142 ações, ou cerca de 1,1% das ações em circulação da Wal-Mart. Com as ações da Wal-Mart negociadas a US\$ 54 cada, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 2,1 bilhões; com custo de cerca de US\$ 1,89 bilhão, a Berkshire tinha lucro de US\$ 210 milhões nesse investimento.

A Wal-Mart Stores, Inc. é o maior

varejo do mundo e a maior companhia do mundo em termos de receita. Só na América possui 2.747 superlojas, 803 lojas de desconto, 596 Sam's Club e 158 Neighborhood Markets. Internacionalmente possui mais de 4 mil lojas na América Latina, Ásia, Canadá e Reino Unido. Ao total são 8,4 mil lojas em quinze países sob 55 nomes diferentes. Opera no México como Walmex, no Reino Unido como ASDA, no Japão como Seyu, no Brasil como Bompreço e na Índia como Best Price. A companhia abriu seu primeiro Supercenter e Sam's Club na China em 1996, em Shenzhen, e hoje possui 189 lojas em 101 cidades chinesas. Recentemente, a Wal-Mart adquiriu

51% da Massmart, o maior varejo geral da África subsaariana. Quer pretendesse ou não quando abriu a primeira loja em 1962, Sam Walton criou um império varejista que hoje abrange o globo.

Sam Walton fez seu nome no negócio de descontos raspando alguns pontos percentuais de seus preços de venda, fazendo a diferença subir com uma maior quantidade e oferecendo um belo atendimento aos clientes. Mas o verdadeiro sucesso do segredo da Wal-Mart é o mesmo segredo que a Mrs. B, da Nebraska Furniture Mart, descobriu em 1937: compre em quantidade grande o bastante e você

pode conseguir preços muito melhores de seus fornecedores — que também estão famintos por maior volume. O resultado é que NFM e Wal-Mart têm custo de produto mais baixo que a concorrência, o que significa que podem oferecer um preço de pechincha ao cliente e ainda assim ter margens mais altas que os concorrentes. Isso significa que não só ganham mais dinheiro que a concorrência, como no fim também tiram os concorrentes do negócio.

O interessante desse modelo de negócio é que, uma vez que ocupa um espaço, é muito difícil para os concorrentes entrarem no mercado, pois simplesmente não têm poder de

compra para forçar os fornecedores a lhes dar o preço mínimo. A Wal-Mart tem a capacidade de comprar mercadorias pelo menor preço possível e passar parte da economia para seus clientes; a outra parte é usada no crescimento da empresa.

Histórico do lucro por ação

De 2001 a 2011 a Wal-Mart mostrou aumento de 196% no lucro por ação — e não registrou nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa anual de 11,49% nos últimos dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	4,45
2010	4,05
2009	3,66
2008	3,42
2007	3,17
2006	2,92
2005	2,63
2004	2,41
2003	2,03
2002	1,81
2001	1,50

Com lucro por ação de US\$ 4,45 em 2011 e preço solicitado de US\$ 54 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de 8,2% ($\text{US\$ } 4,45 / \text{US\$ } 54 = 8,2\%$), e dizer que essa taxa de retorno inicial irá crescer a uma taxa anual de 11,49%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011, a Wal-Mart mostrou aumento de 188% no valor

contábil por ação — e não registrou nenhum ano de perda, crescendo a uma taxa composta anual de 11,19% nos últimos dez anos, o que é uma taxa de crescimento muito atraente.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$
2011	19,35
2010	18,80
2009	18,69
2008	16,63
2007	16,26
2006	14,91
2005	12,77
2004	11,67

2003	10,12
2002	8,95
2001	7,88

Análise de compra de Buffett

Em 2011 a Wal-Mart tinha um valor contábil de US\$ 19,35 por ação e rendeu aproximadamente US\$ 4,45 por ação. Isso significa que, como um equity bond, rendeu uma taxa anual de retorno de 22% ($\text{US\$ } 4,45 / \text{US\$ } 19,35 = 22\%$).

Não pudemos comprar a ação da Wal-Mart pelo valor contábil de US\$ 19,35. Tivemos que pagar o preço de mercado de 2011, de aproximadamente US\$ 54 por ação; isso significa que podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, descontado o imposto sobre o lucro, de 8,2% com nosso equity bond da Wal-Mart ($\text{US\$ } 4,45 / \text{US\$ } 54 = 8,2\%$). Essa taxa de retorno inicial, descontado o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus rendimentos, que projetamos pela taxa histórica de crescimento anual de 11,49%.

Para responder à questão sobre

como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 4,45, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 11,49% em dez anos, precisamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculato>

Insira 11,49% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 4,45 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 13,20. Isso significa que podemos projetar que em 2021 a Wal-Mart estará rendendo cerca de US\$ 13,20 por ação.

Agora, será que esses US\$ 13,20 ou

24,4% de retorno valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se a ação estiver com o índice P/L de 2011, de 13 (o mais baixo em dez anos), podemos projetar que será negociada a US\$ 171,60 ($\text{US\$ } 13,20 \times 13 = \text{US\$ } 171,60$). Se compramos a ação da Wal-Mart por US\$ 54 em 2011 e vendermos por US\$ 171,60 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 117,60 por ação, dando retorno total de 217% e uma taxa anual de retorno de 12,26% no período de dez anos.

A Wal-Mart tem elevado seu

dividendo de modo consistente todos os anos nos últimos dezessete anos. Se conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 1,48 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 14,80 ao produto de US\$ 171,60 da venda, alcançando nosso produto bruto de venda e dividendos a US\$ 186,40, o que eleva nosso retorno total para 238% e nossa taxa anual de retorno para 13,19%.

Para executar a equação da taxa de retorno, acesse <http://www.moneychimp.com/calculator>. Lá, insira US\$ 54 como Valor Atual, US\$ 186,40 como Valor Futuro, 10 como Número de Anos, e clique no botão de cálculo para obter a Taxa

Composta de Crescimento Anual, que nesse caso é igual a 13,19%.

Uma taxa de retorno anual projetada em 13,19% por dez anos é interessante o suficiente para você? Para Warren é interessante o bastante para manter US\$ 2,14 bilhões do dinheiro dele vinculado a ações da Wal-Mart.

CAPÍTULO 22

Washington Post Company

Endereço:

1150 15th Street, NW

Washington, DC 20071 EUA

Telefone: (202) 334-6000

Website:

<http://www.washpostco.com>

Setor: publicação de jornais,
estações de TV, cabo

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1877

Empregados: 20 mil

Vendas: US\$ 4,7 bilhões (2011)

Lucro líquido: US\$ 200 milhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 34,75 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 8,39%

Valor contábil por ação: US\$ 427

Crescimento médio anual do valor
contábil
por ação: 9,59%

Dividendos / Rendimentos de 2011:
US\$ 9,40 / 2,78%

Anos das compras da Berkshire:

1973, 1974

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 6,36

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: WPO

Em 2011, a Berkshire possuía 1.727.765 ações, ou 18,2% das ações em circulação da Washington Post. Com a ação da Washington Post negociada a US\$ 338, a posição da Berkshire valia cerca de US\$ 583 milhões; com custo de US\$ 11 milhões, ou US\$ 6,36 por ação, a Berkshire tinha lucro de aproximadamente US\$ 572 milhões com esse investimento.

A Washington Post Company, além de possuir um jornal líder dos Estados Unidos (circulação diária de 615.628),

também é proprietária do jornal *Herald* em Everett, Washington. Em sua lista de ativos rentáveis constam ainda seis estações de emissoras afiliadas de TV e numerosas companhias pequenas de TV a cabo em mercados rurais de dezenove estados (700 mil assinantes). Também é proprietária da Kaplan Inc., que ensina as pessoas como estudar para uma longa lista de exames escolares e profissionais.

O resultado aqui é que a Washington Post Company tem muitas maneiras de ganhar dinheiro, o que é um bom indício, pois os jornais estão rapidamente tornando-se obsoletos em virtude da internet. Mas ainda não

estão mortos, e, junto com os outros ativos da Washington Post, os veículos de informação ainda são uma máquina de ganhar dinheiro.

Mesmo com a publicidade em uma fase de baixa ocasionada pela recessão, em 2011 a Washington Post Company estava a caminho de faturar, deduzidos os impostos, um lucro líquido de US\$ 275 milhões, o que corresponde a aproximadamente 83% do que estava lucrando no auge da bolha em 2006. Mas observe o seguinte: em 2005, reportou lucro líquido de US\$ 32,59 por ação sobre um lucro líquido total de US\$ 314 milhões, e em 2011 reportou lucro

líquido de US\$ 34,75 por ação sobre um lucro líquido total de US\$ 275 milhões. Ganhou menos dinheiro, mas registrou aumento no lucro por ação? Como isso é possível?

Isso é feito por meio da mágica da recompra de ações. A Washington Post, como um relógio, vem recomprando ações que tinha em circulação — de 9,6 milhões em 2005 para 7,75 milhões em 2011, uma redução de 19,2% no volume, que teve o efeito global de elevar o lucro por ação. Deixe-me mostrar a você: pegue o lucro líquido de US\$ 314,3 milhões de 2005 e divida pelos 9,6 milhões de ações que a companhia tinha em circulação, e você obtém lucro de US\$

32,70 por ação (US\$ 314 milhões / 9,6 milhões = US\$ 32,70). Mas pegue o lucro líquido de US\$ 314 milhões de 2005 e divida pelo número de ações em circulação em 2011 — 7,75 milhões —, e você obtém US\$ 40,55 por ação (US\$ 314,3 milhões / 7,75 milhões = US\$ 40,55). Reduza o número de ações em circulação e aumente o lucro por ação.

É assim que a Washington Post Company, fazendo negócios em dois setores muito maduros — jornais e televisão —, consegue seguir elevando seu lucro por ação mesmo em períodos nos quais o lucro líquido está baixando lentamente.

O investimento de Warren

O investimento inicial de Warren na Washington Post Company custou um montante total de US\$ 11 milhões, a US\$ 6,36 por ação, em 1973-1974. Em 2011, 37 anos depois, a Washington Post alcançou taxa de retorno, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 34,75 por ação, o que deu aos equity bonds de Warren um rendimento de 546%, deduzido o imposto sobre o lucro. Sobre o investimento de US\$ 6,36 por ação em 1973-1974, com a ação negociada a US\$ 338 em 2011,

Warren pôde calcular um retorno total de 5.214%, o que equivale a uma taxa composta anual de retorno de 11,34% no período de 37 anos. Melhor que isso é quase impossível.

Mas não estamos em 1974, e não vamos comprar a ação da Washington Post por US\$ 6; vamos ter que pagar US\$ 338 por ação. De modo que a questão é a seguinte: se compramos a ação da Washington Post por US\$ 338 em 2011, como vamos ficar? Para descobrir, façamos a análise de compra de Buffett.

Análise de compra de Buffett

Se olharmos o histórico do lucro por ação da Washington Post, poderemos ver que, de 2000 a 2011, mostrou aumento de 142% no lucro por ação e uma taxa composta de crescimento geral anual de 8,39% nos últimos onze anos. (Atenção: usamos onze anos aqui em vez de dez. O motivo para isso é que a recessão de 2001 produziu lucros abaixo do normal na indústria de publicidade. Se usarmos 2001 como ano base para nossos cálculos de avaliação, vamos gerar uma taxa de crescimento do lucro por ação anormalmente alta, que nos dará valorizações futuras muito elevadas e

dissonantes dos fatores econômicos subjacentes do negócio. Mas isso também nos mostra que a recessão é uma época boa para se comprar ações da Washington Post, pois cria baques momentâneos em seu rendimento, que, em geral, resultam em preço mais baixo das ações em curto prazo.)

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	34,75
2010	34,26
2009	9,78 Recessão
2008	19,22
2007	30,19

2006	34,74
2005	32,70
2004	34,59
2003	19,08
2002	22,10
2001	7,54 Recessão
2000	14,32

Com o lucro por ação da Washington Post em US\$ 34,75 em 2011 e preço solicitado de US\$ 338 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial de US\$ 34,75 por ação, ou 10,2% ($\text{US\$}34,75 / \text{US\$}$

338 = 10,2%), e podemos dizer que essa taxa de retorno inicial de 10,2% irá crescer a uma taxa anual de 8,39%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2000 a 2011, a Washington Post mostrou aumento de 173% no valor contábil por ação — crescendo a uma taxa composta anual de 9,59% nos últimos onze anos.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$
2011	427,00

2010	342,00
2009	315,00
2008	303,00
2007	362,00
2006	330,00
2005	274,00
2004	251,00
2003	216,00
2002	193,00
2001	177,00
2000	156,00

Em 2011, a Washington Post tinha

um valor contábil de US\$ 427 por ação e rendeu aproximadamente US\$ 34,75 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, rendeu uma taxa anual de retorno de 8,1%, que irá crescer conforme a taxa de crescimento anual do lucro por ação da Washington Post de 8,39%.

No entanto, aqui pudemos comprar a ação abaixo de seu valor contábil de US\$ 427. Conseguimos pagar o preço de mercado de 2011 de aproximadamente US\$ 338 por ação, e isso significa que podemos afirmar que lucramos 10,27%. E essa é uma taxa de retorno inicial ainda melhor, a qual podemos argumentar que irá crescer em termos anuais a uma taxa de 8,39%.

Para nos ajudar a determinar como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 34,75 crescendo a uma taxa anual de 8,39% em dez anos, podemos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em <http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 8,39% para a Taxa de Juro por Período de Tempo, US\$ 34,75 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 77,78. Esse resultado significa que em 2021 a Washington Post estará rendendo US\$ 77,78 por ação.

Agora, será que esses US\$ 77,78 valerão a pena para nós em 2021?

Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de 12,5 (o mais baixo P/L em quinze anos), podemos projetar que a ação será negociada a US\$ 972,25 ($12,5 \times \text{US\$ } 77,78 = \text{US\$ } 972,25$). Se compramos a ação da Washington Post por US\$ 338 em 2011 e vendermos por US\$ 972,25 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 634,25 por ação, dando retorno total de 187% e uma taxa anual de retorno de 11,14% no período de dez anos.

Embora a Washington Post Company tenha elevado seu dividendo de modo consistente nos últimos dez anos, se apenas conseguir manter o dividendo

de 2011, de US\$ 9,40 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 94 ao produto bruto de US\$ 972,25 da venda, alcançando nosso produto de venda e dividendos a US\$ 1.066,25, o que eleva nosso retorno total para 215% e nossa taxa anual de retorno para 12,17%.

A questão agora é: uma taxa de retorno anual projetada em 12,17% por dez anos lhe interessa? Para Warren é interessante o bastante para manter o equivalente a US\$ 394 milhões em ações da Washington Post em seus livros.

CAPÍTULO 23

Wells Fargo & Company

Endereço:

420 Montgomery Street

San Francisco, CA 94104 EUA

Telefone: (800) 292-9932

Website:

<http://www.wellsfargo.com>

Setor: banco de varejo e comercial

Dados principais:

Companhia pública

Fundada em 1852

Empregados: 267.300

Lucro líquido: US\$ 15,5 bilhões
(2011)

Lucro por ação: US\$ 2,85 (2011)

Crescimento médio anual do lucro
por ação: 11,15%

Valor contábil por ação: US\$ 22,45

Crescimento médio anual do valor
contábil

por ação: 11,19%

Dividendos /Rendimentos de 2011:
US\$ 0,48 / 1,65%

Anos das compras da Berkshire:
1989, 1990, 1998,

2005, 2008, 2009, 2010

Preço médio por ação pago pela
Berkshire: US\$ 22,32

Bolsa de Valores: NYSE

Símbolo: WFC

Em 2011, a Berkshire possuía 358.936.125 ações, ou 6,8% das ações em circulação do Wells Fargo. Com a ação do Wells Fargo negociada a US\$ 28, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 10 bilhões; com custo médio por ação de US\$ 22,32 e custo total de US\$ 8,015 bilhões, a Berkshire tinha lucro de US\$ 2 bilhões nesse investimento.

A participação de Buffett no Wells Fargo: inicialmente Warren comprou 5 milhões de ações por US\$ 289,4

milhões durante a crise de 1989-1990. Ao longo dos vinte anos seguintes, com a ajuda do desdobramento de ações e de investimentos adicionais, aumentou sua posição para 358,9 milhões de ações no valor de aproximadamente US\$ 10 bilhões. Ele esteve ativo na compra de mais ações do WFC durante a recente crise bancária, ampliando sua posição em 2008, 2009 e 2010. É a sua segunda maior participação acionária depois da Coca-Cola.

O Wells Fargo foi fundado em 1852 por Henry Wells e William G. Fargo, os dois fundadores da American Express, para fornecer serviços bancários na Califórnia, estado da corrida do ouro inundado pela riqueza

recém-descoberta. Por meio de uma série de fusões e aquisições ao longo dos seus 159 anos de história, tornou-se o segundo maior banco dos Estados Unidos em ativos. Por muitos anos foi o único banco norte-americano a manter a cobiçada classificação AAA da S&P, que durante a crise financeira de 2008 foi rebaixada para AA-, onde permanece até agora. Durante a crise financeira de 2008 foi um dos poucos bancos que na verdade registrou lucro líquido. Warren considera o Wells Fargo o banco de grande porte mais bem administrado da América.

Crash imobiliário de 1989-1990

Warren assumiu sua primeira posição durante o crash imobiliário de 1989-1990, que dizimou as ações dos bancos. Ele tinha dinheiro para fazer isso e, enquanto os gestores de fundos mundiais corriam das ações de bancos, Warren entrou em ação e investiu pesadamente no Wells Fargo.

Isso é o que Warren teve a dizer quando fez o investimento:

Com o Wells Fargo, pensamos ter obtido os melhores gestores do setor, Carl Reichardt e Paul Hazen. Sob muitos aspectos, a combinação de

Carl e Paul me lembra de outra — Tom Murphy e Dan Burke na Capital Cities/ABC. Primeiro, cada dupla é mais forte que a soma de suas partes porque cada parceiro entende e admira o outro, e confia nele. Segundo, ambas as equipes gestoras pagam bem as pessoas capazes, mas abominam ter uma folha de pessoal maior do que o necessário. Terceiro, ambas atacam os custos com o mesmo vigor quando os lucros estão em níveis recordes e quando estão sob pressão. Por fim, ambas ficam firmes naquilo que entendem e deixam que suas capacidades, e não seus egos, decidam o que empreender. (Thomas J. Watson Sr., da IBM, seguia a mesma regra: “Não sou nenhum gênio”, dizia ele. “Sou esperto em certos pontos — e fico ao redor desses pontos.”)

Nossas compras do Wells Fargo em 1990 foram auxiliadas pelo mercado caótico nas ações de

bancos. A desordem foi pertinente: mês após mês as decisões tolas de empréstimos de bancos outrora bem considerados vieram a público. À medida que uma grande perda após a outra era revelada — com frequência logo depois de os gestores garantirem que estava tudo bem —, os investidores compreensivelmente concluíram que não dava para confiar nos números de nenhum banco. Ajudados pela fuga desses investidores das ações de bancos, compramos nossos 10% de participação no Wells Fargo por US\$ 290 milhões, um quinto a menos do lucro líquido e um terço a menos do lucro bruto.

O Wells Fargo é grande — possui US\$ 56 bilhões em ativos — e tem lucrado mais de 20% sobre o capital e 1,25% sobre os ativos. Nossa compra de um décimo do banco pode ser toscamente pensada como o equivalente a comprarmos 100%

de um banco de US\$ 5 bilhões com características financeiras idênticas. Mas, caso fôssemos fazer tal compra, teríamos que desembolsar cerca do dobro dos US\$ 290 milhões que pagamos pelo Wells Fargo. Além disso, o banco de US\$ 5 bilhões, exigindo um preço premium, nos apresentaria mais um problema: não seríamos capazes de achar outro Carl Reichardt para comandá-lo. Nos últimos anos, os executivos do Wells Fargo foram mais avidamente recrutados do que quaisquer outros no setor bancário; entretanto, ninguém conseguiu contratar o decano...

Considerem certos dados matemáticos: o Wells Fargo atualmente rende bem acima de US\$ 1 bilhão por ano antes dos impostos, depois de ter despendido mais de US\$ 300 milhões para perdas em empréstimos. Se 10% de todos os US\$ 48

bilhões de empréstimos do banco — não apenas seus empréstimos imobiliários — fossem atingidos por problemas em 1991 e produzissem perdas (inclusive em juros passados) médias de 30% sobre o principal, a companhia ficaria no limiar do *break-even*.

Um ano assim — que consideramos uma possibilidade apenas pequena, não uma probabilidade — não nos afligiria. De fato, na Berkshire adoramos adquirir empresas ou investir em projetos de capital que não produziram retorno por um ano, mas que se espera que rendam 20% em crescimento patrimonial. Entretanto, temores de um desastre imobiliário na Califórnia semelhante ao da Nova Inglaterra fizeram o preço das ações do Wells Fargo cair quase 50% em poucos meses de 1990. Embora tivéssemos comprado algumas ações pelos preços

predominantes antes da queda, recebemos bem a baixa porque nos permitiu pegar muito mais ações pelos novos preços de pânico.

Investidores que pretendem ser compradores contínuos de investimentos a vida inteira deveriam adotar atitude semelhante em relação às flutuações do mercado; em vez disso, muitos ficam illogicamente eufóricos quando o preço das ações sobe, e infelizes quando cai.

Desse modo, o “truque” é comprar o Wells Fargo quando o resto do mundo não quer. Foi isso o que Warren fez em 2008, 2009 e 2010. E, uma vez que o mercado ainda estava em baixa em 2011, podemos apostar que ele ainda estava lá comprando. Vamos analisar os números e o argumento e ver onde

estão nossos pontos de compra.

Argumento de Buffett para comprar o Wells Fargo

Para começar, vamos estender o argumento de Buffett para comprar o Wells Fargo durante a crise bancária de 1990 até 2011. Em 2011, o Wells Fargo tinha uma base de ativos que havia crescido para US\$ 1,32 trilhão e lucro líquido, descontados os impostos, de US\$ 15,5 bilhões. Se o Wells Fargo visse 10% de todos os seus empréstimos (US\$ 132 bilhões) em dificuldades, e esses empréstimos

problemáticos produzissem uma perda de 30% do principal (cerca de US\$ 32 bilhões), o Wells Fargo precisaria do equivalente a pouco mais de dois anos do lucro líquido ($\text{US\$ } 15,5 \times 2 = \text{US\$ } 31$ bilhões) para recuperar a perda. Em 2011, o Wells Fargo estimou suas perdas em torno de US\$ 14 bilhões, bem dentro do nível de conforto de um ano de lucro líquido.

Vejamos alguns outros números do Wells Fargo para constatar se em 2011 era uma empresa que poderíamos querer ter no longo prazo.

Histórico do lucro por ação

De 2001 a 2011, o Wells Fargo aumentou seu lucro por ação em 187%, a uma taxa composta anual de 11,15% em dez anos.

ANO	LPA (Lucro por ação, US\$)
2011	2,85
2010	2,21
2009	1,75
2008	0,70
2007	2,38
2006	2,49
2005	2,25
2004	2,05

2003	1,83
2002	1,66
2001	0,99

Com lucro por ação de US\$ 2,85 em 2011 e preço solicitado de US\$ 28 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,85 por ação, ou 10,1%, e podemos dizer que essa taxa de retorno inicial de 10,1% irá crescer a uma taxa anual de 11,15%.

Histórico do valor contábil por ação

De 2001 a 2011, o Wells Fargo teve crescimento de 188% no valor contábil por ação, a uma taxa composta anual média de 11,19%.

ANO	BVPS (Valor Contábil por Ação, US\$)
2011	22,45
2010	22,33
2009	19,94
2008	16,02
2007	14,31

2006	13,47
2005	11,61
2004	10,83
2003	9,86
2002	8,67
2001	7,77

Análise de compra de Buffett

Em 2011 o Wells Fargo tinha valor contábil de US\$ 22,45 por ação e estava rendendo aproximadamente US\$

2,85 por ação. Isso significa que podemos argumentar que, como um equity bond, está rendendo uma taxa anual de retorno de 12,6%, e que irá crescer pela taxa de crescimento anual do lucro por ação do Wells Fargo de 11,15%.

Em 2011, não pudemos comprar pelo valor contábil por ação, de US\$ 22,45, mas pudemos ficar perto disso. Se pagamos o preço de mercado de 2011, de cerca de US\$ 28 por ação, podemos argumentar que obtemos uma taxa de retorno inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, de US\$ 2,85 por ação, ou 10,1%, com nosso equity bond do Wells Fargo ($\text{US\$ } 2,85 / \text{US\$ } 28 = 10,1\%$). Mas essa taxa de retorno

inicial, deduzido o imposto sobre o lucro, irá aumentar à medida que a companhia aumentar seus ganhos, que estamos projetando conforme a taxa de crescimento histórico anual de 11,15%.

A próxima questão é: como ficará uma taxa de retorno inicial de US\$ 2,85, deduzido o imposto sobre o lucro, crescendo a uma taxa anual de aproximadamente 11,15% por dez anos? Para ajudar a determinar esse valor futuro, vamos usar a Calculadora de Valor Futuro disponível na internet, em

<http://www.investopedia.com/calculator>

Insira 11,15% para a Taxa de Juro

por Período de Tempo, US\$ 2,85 para Valor Atual e 10 como número de Períodos de Tempo; em seguida clique no botão de cálculo para obter US\$ 8,20. Isso significa que, se pagamos US\$ 28 por ação do Wells Fargo, em 2021 ela estará rendendo US\$ 8,20, o que equivale a uma taxa de retorno de 29,2% em nosso investimento de US\$ 28 por ação.

Agora, será que esses US\$ 8,20 valerão a pena para nós em 2021? Tudo depende do índice preço/lucro com que o mercado acionário irá avaliar a ação em 2021. Se for pelo índice P/L de 2011, de aproximadamente 12,7 (o mais baixo do histórico), podemos projetar que a

ação será negociada a US\$ 104,14 ($12,7 \times \text{US\$ } 8,20 = 104,14$).

Se compramos as ações do Wells Fargo por US\$ 28 cada em 2011 e vendermos por US\$ 104,14 em 2021, nosso ganho total com a venda será de US\$ 76,14 por ação, dando um retorno total de 271% e uma taxa anual de retorno de 14,04% no período de dez anos.

Embora o dividendo do Wells Fargo tenha caído com o desastre financeiro de 2009, em 2011 o banco pagou dividendo de US\$ 0,48 por ação. Se apenas conseguir manter o dividendo de 2011, de US\$ 0,48 por ação, até 2021, podemos acrescentar US\$ 4,80

ao produto bruto de nossa venda, alçando o produto de venda e dividendos a US\$ 108,94, o que faz nosso retorno total subir para 289% e nossa taxa anual de retorno para 14,55%.

A questão agora é: uma taxa composta anual de retorno projetada em 14,55% por dez anos interessa a você? Warren acha interessante o bastante não só para ter investido US\$ 8 bilhões na companhia, como faz questão de comprar mais ações sempre que o mercado sofre um baque, levando as ações do Wells Fargo para um patamar de compra que oferece uma taxa de retorno atraente.

CAPÍTULO 24

Munger, Combs e Weschler

O portfólio de ações da Berkshire Hathaway inclui investimentos atribuídos a Charlie Munger, sócio de Warren, e aos gestores de portfólio recentemente contratados pela Berkshire, Todd Combs e Ted Weschler, que agora auxiliam Warren na gestão de uma parte do portfólio da Berkshire. Seus investimentos são

diferentes dos de Warren e, assim sendo, consideramos sábio discuti-los separadamente.

Charlie Munger

A influência primordial de Charlie Munger nas decisões de investimento de Warren tem sido como consultor. Entretanto, houve algumas poucas ocasiões em que Munger por si só apareceu com uma ideia e forçou Warren a fazer o investimento, embora ficasse fora do “círculo de confiança” em que Warren normalmente sente-se confortável investindo. O investimento

da Berkshire na BYD Company Ltd. é um desses.

BYD

Website: <http://www.byd.com.cn>

A BYD é negociada na China sob o símbolo 002594.SZ (<http://www.reuters.com/finance/stocks/symbol=002594.SZ>).

A BYD é negociada na Bolsa de Valores de Hong Kong sob o símbolo HKG:1211 (<http://www.marketwatch.com/investing>

countrycode+hk).

Nos Estados Unidos, a BYD é negociada no balcão como o ADR BYDDY.PK (as ações da Berkshire não são ADRs).

Em 2011, a Berkshire possuía 225 milhões de ações, ou 9,9% das ações em circulação da BYD, compradas em 2008 por US\$ 232 milhões, ou US\$ 1,03 cada. Com a BYD Company Ltd. negociada na China pelo equivalente a US\$ 3,63 por ação, a posição da Berkshire valia aproximadamente US\$ 816,7 milhões.

Munger considera o fundador e presidente da BYD, Wang Chuanfu, uma “combinação de Thomas Edison e Jack Welch — algo como Edison na

solução de problemas técnicos, e como Welch em fazer o que precisa ser feito. Nunca vi nada igual”. Munger gostou tanto da BYD que investiu cerca de US\$ 25 milhões de seu próprio dinheiro na companhia, e então começou a pressionar Warren para comprar.

Charlie Munger também ficou impressionado com a história da companhia. Chuanfu abriu a empresa em 1995, com US\$ 300 mil que pegou emprestado de parentes, com o único objetivo de fabricar baterias recarregáveis para competir com as importadas da Sony e Sanyo. Em cinco anos, a BYD ficou grande o bastante para competir em escala global e dar o

salto para projetar e fabricar aparelhos de telefone celular para a Motorola, a Nokia e a Samsung.

Em 2003, a BYD comprou uma montadora chinesa estatal que estava à beira da falência, e em 2008 seu sedan modelo F3 foi o carro mais vendido na China. A BYD agora está integrando sua tecnologia de baterias ao negócio de automóveis para construir carros elétricos. Ela emprega 130 mil pessoas, com oito fábricas na China, uma na Índia, uma na Hungria e uma na Romênia.

Que tal os dados econômicos? São bons. Em 2010, a BYD rendeu US\$ 0,17 por ação, teve margem de lucro

bruto de 19% e retorno sobre o capital de 14%. Mas na primeira metade de 2011 a BYD viu uma queda de 90% no lucro líquido após uma baixa nas vendas de carros. É difícil criar uma vantagem competitiva duradoura na indústria automobilística tanto na América quanto na China. Mas Charlie acredita muito na visão do fundador da companhia, de modo que a Berkshire continua a deter as ações.

Todd Combs

Todd Combs é gestor de dinheiro e candidato potencial a suceder Warren

como CEO da Berkshire. Desde que foi contratado, em janeiro de 2011, fez investimentos na MasterCard e na Dollar General.

MasterCard

Website:

<http://www.mastercard.com>

Símbolo na NYSE: MA

Em 2011, a Berkshire possuía 200 mil ações, compradas no período de 2011 por aproximadamente US\$ 46 milhões, ou US\$ 233 cada. No outono de 2011, a ação da MasterCard era negociada a US\$ 323, fazendo a posição da Berkshire valer cerca de US\$ 64,6 milhões.

A MasterCard mostra todos os sinais de vantagem competitiva duradoura. Tem altas taxas de retorno tanto sobre o patrimônio (37%) quanto o capital (37%), e ostenta zero dívidas de longo prazo. Embora esteja em atividade desde 1965, só se tornou uma companhia pública em 2006. O lucro por ação cresceu a uma taxa anual de 21% nos últimos quatro anos. O valor contábil por ação tem crescido a uma taxa anual de 19,5% nos últimos quatro anos. Também tem sido uma grande compradora de suas próprias ações.

Em 2011 a MasterCard reportou lucro por ação de cerca de US\$ 17,50,

com preço solicitado de US\$ 323 por ação. Portanto, temos uma taxa de retorno inicial, descontado o imposto sobre o lucro, de 5,4%. Se projetarmos que a MasterCard conseguirá manter seu lucro crescendo a uma taxa anual de 21% nos próximos dez anos, teremos em vista um lucro de US\$ 117 por ação em 2021. Usando o índice preço/lucro de 16, o mais baixo do histórico, podemos prever que em 2021 a ação da MasterCard será negociada a US\$ 1.872. Se compramos a ação da MasterCard em 2011 a US\$ 323 e vendermos em 2021 a US\$ 1.872, obteremos uma taxa composta anual de retorno de 19,25%. Mesmo que o desempenho da MasterCard seja

a metade disso — e o lucro cresça a uma taxa anual de 10% —, produzirá uma taxa composta de retorno de 8,93% ao longo dos próximos dez anos.

Dollar General Corporation

Website:

<http://www.dollargeneral.com>

Símbolo na NYSE: DG

Em 2011, a Berkshire possuía 1,5 milhão de ações, compradas no segundo trimestre de 2011 por cerca de US\$ 46,5 milhões, ou US\$ 31 cada. No outono de 2011, a ação da Dollar General era negociada a US\$ 36, fazendo a posição da

Berkshire valer aproximadamente US\$ 54 milhões.

As lojas Dollar General são a Wal-Mart de cidades pequenas demais para uma loja Wal-Mart — ou qualquer cidade com menos de 20 mil habitantes. Existem hoje 9.496 Dollar Stores espalhadas pelas pequenas cidades da América. A companhia está em atividade desde 1955 e tem um fluxo de caixa tão forte que foi privatizada por um grupo de investimentos encabeçado por Kohlberg Kravis & Roberts em 2007. O mesmo grupo de investimentos tornou-a pública em 2009.

O que é particularmente atraente na

Dollar General é que sua margem bruta (34%), margem operacional (11%) e margem de lucro líquido (5,3%) são melhores que as da Wal-Mart — GM (26%), OM (7,5%) e NPM (3,5%) — e da Costco — GM (13%), OM (3,9%) e NPM (1,7%). As vendas da Dollar General são de US\$ 14,6 bilhões, o que não passa de uma fração dos US\$ 445 bilhões da Wal-Mart e dos US\$ 85 bilhões da Costco, mas às vezes o menor é melhor quando se trata de ganhar dinheiro.

Quando a Dollar General foi privatizada, estava carregada de dívidas, que a companhia está tratando de liquidar. A tarefa é facilitada porque a empresa não paga dividendo.

Em 2011, a Dollar General reportou lucro por ação de cerca de US\$ 2,25, com preço solicitado de US\$ 36 por ação. Isso nos dá uma taxa inicial de retorno de 6,2%, deduzido o imposto sobre o lucro. Se projetarmos que a Dollar General possa manter seu lucro crescendo pela taxa de retorno anual histórica de 13% pelos próximos dez anos, o lucro de 2021 será de US\$ 7,64 por ação. Usando o índice preço/lucro histórico mais baixo, de 14, podemos prever que em 2021 a ação da Dollar General será negociada por US\$ 106,96 ($14 \times \text{US\$ } 7,64 = 106,96$). Se compramos a ação da Dollar General por US\$ 36 em 2011 e

vendermos por US\$ 106,96 em 2021, teremos uma taxa composta anual de retorno de 11,5% pelos dez anos do investimento.

Embora Todd Combs não seja Warren Buffett, apresentou algumas opções de investimento muito semelhantes às de Buffett em seu primeiro ano de Berkshire — tanto MasterCard quanto Dollar General têm aspectos econômicos que sugerem que se beneficiam de algum tipo de vantagem competitiva duradoura. Esperamos escrever mais sobre Combs e suas escolhas de ações no futuro.

Ted Weschler

Ted Weschler é novo na equipe da Berkshire, tendo entrado oficialmente no começo de 2012. Seu fundo hedge, Peninsula Capital Advisors, criado por ele em 1999, cresceu a uma taxa média anual de 26% nos últimos onze anos. Não é pouco, visto que inclui-se aí a pior recessão desde a Grande Depressão. Se Warren se olhasse em um espelho que lhe tirasse trinta anos, poderia ver Ted. Dotado de enorme inteligência, Ted, como Warren, é obcecado por ler relatórios corporativos anuais, gerenciar um portfólio concentrado e manter

investimentos por longos períodos de tempo. Mas, diferentemente de Warren, ele vende a descoberto — algo que Warren parou de fazer quando tinha vinte anos, porque o risco ascendente é ilimitado. Visto que, quando este livro foi escrito, Ted estava para começar no novo cargo, não pudemos registrar suas escolhas de investimentos para a Berkshire. Podemos, entretanto, especular que, se ele continuar com o desempenho do passado, os acionistas da Berkshire vão ficar muito, muito felizes.

Para encerrar

Esperamos que você tenha apreciado esse exame do portfólio de ações de Warren Buffett. Como dissemos no início, nos beneficiamos por Warren já ter identificado essas empresas como companhias que possuem vantagem competitiva duradoura. Se você quiser saber mais a respeito de como ser capaz de identificar uma companhia com vantagem competitiva duradoura, sugerimos que leia nossos livros *The New Buffettology* e *Warren Buffett and the Interpretation of Financial*

Statements.

Se tiver questões específicas sobre este livro ou sobre a estratégia de investimento de Buffett, por favor, sinta-se à vontade para nos contatar: marybuffettology@gmail.com ou davidbuffettology@gmail.com.

Periodicamente, oferecemos seminários sobre Buffettology Investment através do site Buffettologyseminars.com.

Boa caçada.

MB & DC

Índice

[CAPA](#)

[Ficha Técnica](#)

[Introdução](#)

[CAPÍTULO 1 História e evolução da estratégia de investimento de Warren Buffett](#)

[CAPÍTULO 2 Warren gosta de companhias antigas](#)

[CAPÍTULO 3 Consistência no lucro](#)

[CAPÍTULO 4 O equity bond de Warren Buffett](#)

[CAPÍTULO 5 Projetando o retorno futuro de um investimento](#)

[CAPÍTULO 6 Usando o histórico do valor contábil por ação para ajudar a](#)

identificar uma companhia com
monopólio de consumidores

Estudos de casos e avaliações

CAPÍTULO 7 American Express

Company

CAPÍTULO 8 The Bank of New York

Mellon (BNY Mellon)

CAPÍTULO 9 The Coca-Cola

Company

CAPÍTULO 10 ConocoPhillips

CAPÍTULO 11 Costco Wholesale

Corporation

CAPÍTULO 12 GlaxoSmithKline

CAPÍTULO 13 Johnson & Johnson

CAPÍTULO 14 Kraft Foods, Inc.

CAPÍTULO 15 Moody's Corporation

CAPÍTULO 16 Procter & Gamble

Company

CAPÍTULO 17 Sanofi S.A.

CAPÍTULO 18 Torchmark

Corporation

CAPÍTULO 19 Union Pacific

Corporation

CAPÍTULO 20 U.S. Bancorp

CAPÍTULO 21 Wal-Mart Stores, Inc.

CAPÍTULO 22 Washington Post

Company

CAPÍTULO 23 Wells Fargo &

Company

CAPÍTULO 24 Munger, Combs e

Weschler

Para encerrar